



Inspection générale
des affaires sociales

Contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires

RAPPORT DÉFINITIF

Établi par

Virginie CAYRÉ

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Vincent RUOL

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

RM 2013-021P

SYNTHESE

- [1] Par lettre de mission du ministre du Travail, de l'Emploi et de la Santé du 9 janvier 2012, l'IGAS a été saisie d'une mission de contrôle des placements des régimes complémentaires obligatoires (RCO). Cette mission a été confiée à Virginie CAYRÉ, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD et Vincent RUOL¹.

1 LES CAISSES GERANT LES REGIMES COMPLEMENTAIRES SONT DES ORGANISMES TRES DIVERS DETENANT, FIN 2011, 110 MDS € DE PLACEMENTS EN VALEUR DE REALISATION

- [2] Les régimes complémentaires de retraite obligatoires (RCO) contrôlés par la mission sont marqués par la diversité de leurs règles de fonctionnement, mêlant les principes de la répartition et ceux de la capitalisation.
- [3] La plupart des RCO fonctionnent selon le principe de la répartition et sont gérés par points. Leur pilotage financier consiste à ajuster régulièrement les paramètres (taux de cotisations, valeur d'achat et de service...) pour assurer l'équilibre financier en fonction de l'évolution démographique. D'autres fonctionnent pour tout ou partie en capitalisation.
- [4] Les placements représentatifs des réserves qu'ils ont constituées s'élèvent à 110 Mds € en valeur de réalisation à fin 2011. La mission a contrôlé sur place six organismes représentant 54 Mds € soit 52 % du total des placements représentatifs des réserves des RCO. Par ailleurs, la mission a demandé à tous les RCO, un certain nombre de documents dont un état détaillé de leurs placements comportant, pour chaque placement, ses principales caractéristiques.
- [5] À l'issue de son contrôle, la mission constate que **la finalité de ces placements mériterait d'être précisée. Les choix de placement ne peuvent, en effet, être définis qu'en fonction des besoins de financement, sous peine de courir le risque de constituer des réserves excessives** soulevant des questions d'équité, ou de provoquer des situations d'insolvabilité mettant en péril l'équilibre du régime.
- [6] La mission a considéré qu'analyser et juger de la qualité d'une politique de placement et des actifs qui en découlent n'était possible qu'à l'aune de l'objectif qui leur est assigné. Pour cette raison le rapport ne présente volontairement aucune comparaison des rendements obtenus par les caisses contrôlées sur la période : le rendement à lui seul est vide de sens, il ne peut s'évaluer que par rapport aux besoins des régimes (qui déterminent notamment l'adossement « actif-passif ») et au niveau de risque accepté. En d'autres termes, à des régimes distincts (de par leurs règles et leurs situations financière et démographique) correspondent des besoins différents qui se traduisent par des investissements dont les couples rendement-risque ne peuvent être comparés sans précaution.
- [7] La mission appelle par ailleurs l'attention sur la présence, sous diverses formes, de classes de cotisations facultatives qui sont susceptibles de poser des problèmes au regard des directives européennes traitant des questions prudentielles et concurrentielles en matière d'assurance facultative. La question n'entrait pas dans le périmètre de la présente mission et n'a de ce fait pas été traitée.

¹ Yann-Gaël AMGHAR, inspecteur des affaires sociales, a contribué à la mission.

2 LES REGLES PRUDENTIELLES ET COMPTABLES SONT HETEROGENES SANS QUE CELA NE SOIT JUSTIFIE PAR LA NATURE DE L'ACTIVITE

- [8] Le corpus de règles prudentielles se divise en trois blocs :
- le code de la sécurité sociale (articles R. 623-2 et suivants) codifiant les dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 et qui concerne les non salariés non agricoles et certains régimes particuliers. Dans le périmètre du présent rapport, les caisses concernées sont celles des professions libérales auxquelles s'ajoutent la caisse des personnels navigants et celle des avocats ;
 - l'ERAFP et la CCMSA sont soumis à des dispositions *ad hoc* prises par voie réglementaire ;
 - les règles applicables aux régimes ARRCO, AGIRC et IRCANTEC sont décidées par leurs conseils d'administration.
- [9] Si le code de la sécurité sociale concerne un grand nombre d'organismes, l'absence de cadre réglementaire pour les régimes de salariés (fédérations AGIRC et ARRCO) fait que 56 % des placements gérés le sont en l'absence de cadre réglementaire externe. Toutefois, il convient de souligner que le code de la sécurité sociale contient pour l'essentiel les règles appliquées par tous les RCO, qu'ils y soient soumis ou qu'ils s'en inspirent.
- [10] Les RCO ont tous – au plan technique – la même mission à savoir celle d'organismes de sécurité sociale au sens européen, assurant la gestion de régimes complémentaires obligatoires. De ce fait, le financement par prélèvement obligatoire et donc l'intervention *in fine* de l'Etat justifie l'existence d'un cadre réglementaire externe. La nature identique de leur activité motive le caractère commun de cette réglementation. La mission propose que ce cadre soit « à deux étages » : un premier commun à tous les RCO et un second qui permette de prendre en compte les spécificités de chacun découlant des régimes gérés (capitalisation/répartition/mixte). Toutefois cette extension n'est à envisager qu'une fois la rénovation du décret de 2002 faite.
- [11] En matière comptable, seuls quelques organismes ne sont pas soumis au Plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS) et la mission recommande, pour les mêmes raisons, que l'ensemble des RCO soit soumis à ce référentiel, dans le cadre des adaptations proposées par ailleurs.

3 LA REGLEMENTATION DECOULANT DU DECRET N°2002-1314 EST MAL ADAPTEE ET LAISSE UNE MARGE D'INTERPRETATION DANGEREUSE AU PLAN PRUDENTIEL

- [12] La classification des actifs proposée par le décret manque de cohérence et de pertinence au vu de la réalité des portefeuilles constitués : 80 % des placements se trouvent classés dans seulement deux des treize catégories initialement prévues par la réglementation. Les caisses contrôlées par la mission en font parfois une interprétation extensive, risquée au plan prudentiel.

- [13] Les **règles prudentielles** du code de la sécurité sociale ne s'appliquent pas explicitement aux placements détenus via des fonds de droit français ou européens coordonnés, en raison de l'absence de toute référence au principe de transparence, ce qui constitue un risque prudentiel majeur. Cela signifie concrètement – et cette interprétation est celle retenue dans l'intégralité des caisses contrôlées concernées – que les OPCVM détenus au titre du 8° de l'article R. 623-6-10 du code de la sécurité sociale ne sont soumis qu'à une réglementation formelle minimale. La principale conséquence est qu'aujourd'hui, les caisses détiennent par le biais d'OPCVM des actifs qu'elles ne seraient pas autorisées à détenir en direct. Cela conduit la mission à recommander soit que **le principe de transparence soit explicitement appliqué à l'ensemble des fonds à l'instar de la réglementation régissant les mutuelles et institutions de prévoyance**², soit que les investissements dans les actifs relevant de cette catégorie soient drastiquement réduits.
- [14] **Les règles d'éligibilité sont insuffisantes** car elles s'attachent trop à la forme juridique des produits et pas assez à leur nature financière. Les types d'OPCVM autorisés ou interdits doivent être mieux caractérisés, sur la base de la nomenclature établie par l'AMF. La mission souligne notamment que le décret de 2002 ne prévoit pas de plafond ni de limite d'aucune sorte pour l'utilisation des instruments financiers à terme. Il ne traite pas non plus des mises en pension, prêts et emprunts de titres et espèces qui sont pourtant couramment utilisés par les gérants d'OPCVM.
- [15] **L'environnement réglementaire – prudentiel et fiscal – incite à la détention indirecte.** Cette externalisation de la gestion de leurs réserves doit être néanmoins maîtrisée par les caisses et doit s'accompagner d'une gestion des risques et d'un contrôle interne adéquats qui font aujourd'hui défaut.

4 CERTAINS PORTEFEUILLES COMPORTENT DES PRODUITS RISQUES QUE LES CAISSES NE SONT PAS AUTORISEES A DETENIR EN DIRECT ET DONT L'ADOSSEMENT AUX ENGAGEMENTS EST CRITICABLE

- [16] Dans le cadre de leur allocation stratégique, **les caisses ont globalement retenu une forte exposition à différents risques :**
- **une forte exposition au risque actions**, cette forte attractivité vient de la croyance que celles-ci présentent toujours, à long terme, un rendement plus élevé que les obligations, ce qui demeure discuté. En effet, un surcroît de rémunération vient en théorie rémunérer un surcroît de risque. Ce surcroît de risque peut revêtir plusieurs formes, et la perte en capital n'est que l'un d'elles. La prévisibilité - en montant et en date - des flux délivrés par les instruments financiers détenus est naturellement un élément majeur que les caisses doivent prendre en compte dans le cadre – aménagé – d'une véritable gestion actif - passif. À cet égard les allocations stratégiques d'organismes d'assurance facultative comparables³ font une part moindre aux actions et sont globalement plus prudentes;

² Voir par exemple l'article R. 931-10-25 du code de la sécurité sociale applicable aux institutions de prévoyances : « pour l'application des présentes dispositions, les institutions de prévoyance et unions d'institutions de prévoyance détenant des actions des sociétés d'investissement à capital variable et des parts de fonds communs de placement doivent être en mesure de démontrer qu'elles respecteraient le présent article si elles détenaient elles-mêmes directement au prorata de leur participation les valeurs détenues par ces organismes ».

³ Comparables aux caisses ayant recours à une gestion par capitalisation.

- les caisses choisissent une **gestion active**⁴ de leurs fonds, destinée à accroître leur rentabilité, alors que cette rentabilité supérieure n'est pas nécessairement avérée empiriquement. Inversement, une telle gestion s'accompagne d'une plus grande volatilité par comparaison à celle d'une gestion adossée ou même passive, traduisant ainsi un accroissement des risques encourus. Dans un fonds optant pour une gestion active, les gérants n'investissent pas dans les titres afin de les conserver sur le long terme et de percevoir les dividendes ou coupons correspondants, mais procèdent à des arbitrages à court terme visant à profiter des « opportunités de marché » ;
- certaines caisses investissent hors zone euro et parfois significativement dans des **pays émergents**, alors même que la réglementation interdit la détention directe d'actifs hors OCDE. Ces investissements posent notamment des problèmes d'exposition au risque de change, de couverture en change et de droits de propriété.

- [17] Les portefeuilles contrôlés contiennent au final des instruments complexes et risqués que les caisses maîtrisent mal en termes de valorisation et de suivi des risques, comme des obligations convertibles, des titres structurés, des produits dérivés, des fonds communs de placement à risque (FCPR), des *hedge funds*, etc.
- [18] Mais plus grave, l'absence d'application du principe de transparence fait que les caisses contrôlées détiennent entre 0 et 40 % d'actifs non admissibles à une détention directe. La majorité d'entre elles ne suivent pas leurs fonds dédiés par transparence et n'ont donc pas une connaissance détaillée de leur portefeuille.
- [19] En outre, les caisses soumises au code de la sécurité sociale réalisent des imputations erronées de leurs placements dans les catégories du décret de 2002, qui peuvent les conduire à ne pas respecter les règles de dispersion (certaines ne saturent pas la contrainte de détention d'obligations à hauteur de 34 %). Au demeurant, l'incapacité de suivre le risque de change par transparence interroge sur la capacité des caisses à maintenir ce dernier inférieur au niveau de 10 % prescrit par la réglementation.
- [20] **Au total, la mission a constaté dans nombre de caisses contrôlées qu'elles détiennent des placements de nature risquée, sans lien avec les besoins des régimes gérés et qui, de fait, peuvent peser sur l'équilibre de ces derniers.**

5 LES MODALITES DE GESTION NE SONT PAS A LA MESURE DES SOMMES GERES ET DE LA COMPLEXITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS UTILISES

- [21] **La tutelle ne joue pas son rôle de définition des modalités de placement** : les textes réglementaires prévus ne sont pas toujours pris et pas toujours mis à jour. En outre, certaines règles mériteraient d'être précisées concernant par exemple l'objectif de la réalisation des études actuarielles, le contenu du code de déontologie et les modalités du contrôle interne. La tutelle devrait également renforcer ses capacités de suivi en contraignant les caisses à un *reporting* détaillé de leurs actifs et à leur ventilation selon les catégories du décret.
- [22] **Les organes délibérants**, par manque de formation notamment, **n'assument pas toujours leur rôle de contrôle de la direction**. Dans les caisses contrôlées, les politiques de placements ne sont que partiellement formalisées au travers de règlements financiers au contenu trop général pour s'avérer contraignants et d'une allocation stratégique d'actifs souvent mal articulée, voire déconnectée des études de « passif ». Les administrateurs concentrent souvent leur attention sur l'allocation tactique (mouvements annuels) et sur l'immobilier.

⁴ Les titres ne sont pas conservés en vue de l'encaissement des coupons et dividendes mais sont régulièrement achetés et vendus selon les « anticipations » afin de « profiter » des mouvements de marché.

- [23] **La gestion financière des réserves est marquée par un recours important aux OPCVM** et notamment aux OPCVM dédiés (85 % des OPCVM détenus par les caisses fin 2011), ce qui ne devrait pas dispenser les caisses d'un **pilotage resserré de leurs gérants**. La mission a ainsi constaté que les conventions de gestion et les prospectus des fonds dédiés devraient être plus précis et mieux articulés avec la réglementation, que le suivi des fonds doit être amélioré tant sur le contenu du portefeuille que sur les frais de gestion. Les marges de manœuvre laissées aux gérants sont trop grandes et l'absence de contrôle interne des placements dans la majorité des caisses accroît le caractère risqué de la gestion.
- [24] La mission considère que de manière générale, **les caisses ne disposent pas en interne des compétences adaptées à la complexité des instruments financiers qu'elles gèrent**. Les caisses qui peuvent s'appuyer sur une structure solide (AGIRC-ARRCO ou IRCANTEC) ont des comportements de placements moins risqués et plus adaptés à la réalité des régimes gérés.
- [25] Les problèmes de déontologie peuvent concerner à la fois les membres des organes délibérants et certains personnels des caisses. **La mission constate que les règles de déontologie sont largement améliorables** et devraient être intégrées de manière assez précise au premier étage de la réglementation renouvelée. Cette absence accroît les risques de gestion.
- [26] Enfin, et contrairement à la pratique des caisses, la mission estime que **les règles de la commande publique s'appliquent à la sélection des fonds dédiés**, sauf à exposer leurs dirigeants à un risque pénal. Si son analyse était contredite il serait nécessaire que les textes évoluent dans ce sens.
- [27] Au regard de l'ensemble de ces constats, la mission fait des recommandations de trois ordres :
- une révision et une unification du cadre réglementaire dans le sens d'un renforcement prudentiel ;
 - l'amélioration de la gouvernance et des pratiques de gestion ;
 - le renforcement du suivi et du contrôle des caisses, notamment de celles des professions libérales.

Sommaire

SYNTHESE.....	3
1 LES CAISSES GERANT LES REGIMES COMPLEMENTAIRES SONT DES ORGANISMES TRES DIVERS DETENANT, FIN 2011, 110 MDS € DE PLACEMENTS EN VALEUR DE REALISATION	3
2 LES REGLES PRUDENTIELLES ET COMPTABLES SONT HETEROGENES SANS QUE CELA NE SOIT JUSTIFIE PAR LA NATURE DE L'ACTIVITE.....	4
3 LA REGLEMENTATION DECOULANT DU DECRET N°2002-1314 EST MAL ADAPTEE ET LAISSE UNE MARGE D'INTERPRETATION DANGEREUSE AU PLAN PRUDENTIEL.....	4
4 CERTAINS PORTEFEUILLES COMPORTENT DES PRODUITS RISQUES QUE LES CAISSES NE SONT PAS AUTORISEES A DETENIR EN DIRECT ET DONT L'ADOSSEMENT AUX ENGAGEMENTS EST CRITICABLE	5
5 LES MODALITES DE GESTION NE SONT PAS A LA MESURE DES SOMMES GEREEES ET DE LA COMPLEXITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS UTILISES.....	6
RAPPORT.....	13
1 LES CAISSES GERANT LES REGIMES COMPLEMENTAIRES OBLIGATOIRES SONT DES ORGANISMES TRES DIVERS DETENANT, FIN 2011, 110 MDS € DE PLACEMENTS EN VALEUR DE REALISATION	14
1.1 Les régimes complémentaires obligatoires sont gérés par des organismes de natures variables.....	14
1.2 Les régimes complémentaires obligatoires sont marqués par la diversité des règles de fonctionnement mêlant les principes de la répartition et ceux de la capitalisation.....	15
1.3 Les placements représentatifs des réserves qu'ils ont constituées s'élèvent à plus de 100 milliards d'euros en valeur nette comptable et 110 milliards en valeur de réalisation au 31/12/2011.....	17
1.4 L'existence de réserves ne peut se comprendre que si une doctrine précise de constitution, de gestion et d'utilisation est élaborée.....	18
1.5 Les résultats financiers et donc les résultats globaux ont été impactés par la crise financière.....	20
2 LES REGLES PRUDENTIELLES ET COMPTABLES SONT HETEROGENES SANS QUE CELA NE SOIT JUSTIFIE PAR LA NATURE DE L'ACTIVITE.....	21
2.1 Le corpus de règles prudentielles comporte trois blocs et 56 % des placements ne sont pas soumis à une réglementation externe	21
2.1.1 Les caisses sont soumises à trois sources de règles prudentielles : le code de la sécurité sociale, des règles <i>ad hoc</i> externes et des règles <i>ad hoc</i> internes	21
2.1.2 56 % des placements ne sont pas soumis à un cadre réglementaire externe et un tiers relève du décret de 2002.....	22
2.1.3 Le code de la sécurité sociale contient pour l'essentiel les règles appliquées par tous les RCO, qu'ils y soient soumis ou qu'ils s'en inspirent.....	23
2.2 Sur le plan comptable, seuls quelques organismes ne sont pas soumis au PCUOSS	24
3 LA REGLEMENTATION DECOULANT DU DECRET N°2002-1314 EST MAL ADAPTEE ET LAISSE UNE MARGE D'INTERPRETATION DANGEREUSE AU PLAN PRUDENTIEL.....	25
3.1 La classification des actifs proposée par le décret manque de cohérence et de pertinence.....	25

3.2	Les règles prudentielles du CSS ne s'appliquent pas explicitement aux fonds de droit français ou européens coordonnés, ce qui constitue un risque prudentiel majeur.....	33
3.3	Les règles d'éligibilité sont insuffisantes car s'attachant trop à la forme juridique des produits et pas assez à leur nature financière.....	34
3.4	L'environnement réglementaire incite à la détention indirecte, ce qui explique que l'essentiel des placements mobiliers se fait en gestion déléguée.....	38
3.4.1	Les règles fiscales incitent à détenir des OPCVM.....	38
3.4.2	Les règles comptables pénalisent le portage des obligations jusqu'à leur terme.....	39
3.4.3	80 % des placements (mais presque 100 % du mobilier) se font sous forme de gestion déléguée.....	41
4	LES PORTEFEUILLES COMPORTENT DES PRODUITS RISQUES QUE LES CAISSES NE SONT PAS AUTORISEES A DETENIR EN DIRECT ET DONT L'ADOSSEMENT AUX ENGAGEMENTS EST CRITIQUABLE	45
4.1	Les choix de gestion reposent sur des hypothèses critiquables.....	45
4.1.1	La forte exposition au risque actions dans les allocations stratégiques est fondée sur l'hypothèse d'un meilleur rendement à long terme des actions qui est à la fois discutable et soumis à des conditions qui ne sont pas remplies dans le cadre des modes de gestion retenus.....	45
4.1.2	Les caisses ont toujours choisi une gestion active de leurs fonds.....	49
4.1.3	Certaines caisses investissent hors zone euro et parfois significativement dans des pays émergents.....	50
4.1.4	La notion de décorrélation est mal comprise.....	52
4.2	Les portefeuilles contiennent des instruments complexes et risqués que les caisses maîtrisent mal.....	52
4.2.1	Les obligations convertibles.....	52
4.2.2	Les obligations structurées.....	53
4.2.3	Les instruments financiers à terme.....	54
4.2.4	Les matières premières et droits à polluer.....	55
4.2.5	Les fonds communs de placement à risque.....	56
4.2.6	La gestion alternative.....	56
4.2.7	La pierre papier.....	58
4.3	Les placements réalisés exposent les caisses à des risques, notamment de change, non maîtrisés.....	60
4.3.1	Les caisses acceptent une exposition au risque de change supérieure à 10 % de leur portefeuille.....	61
4.3.2	Elles s'exposent aussi à des investissements dans les pays émergents.....	62
4.4	Les caisses contrôlées détiennent entre 0 et 40 % d'actifs non admissibles à une détention en direct.....	62
4.5	Les caisses soumises au CSS présentent des imputations erronées dans les catégories du décret n°2002-1314 ce qui peut les conduire à ne pas respecter les règles de dispersion.....	63
4.6	Des cas limités d'investissements directs dans des actifs non admissibles.....	64
5	LES MODALITES DE GESTION NE SONT PAS A LA MESURE DES SOMMES GERES ET DE LA COMPLEXITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS UTILISES.....	65
5.1	La tutelle ne joue pas son rôle de définition des modalités de placement.....	65
5.1.1	Certains textes réglementaires n'ont jamais été pris.....	65
5.1.2	Les règles en matière de gouvernance sont insuffisamment précises.....	66
5.1.3	Aucun dispositif de suivi de l'application de la réglementation n'est prévu.....	67
5.2	Les organes délibérants n'assument pas toujours leur rôle de contrôle de la direction.....	68
5.2.1	Si les organes délibérants sont le plus souvent informés de la politique des placements, leur manque de formation ne leur permet pas une prise de décision éclairée.....	68
5.2.2	Les organes délibérants n'arrêtent pas une véritable politique de placements.....	70

5.2.3	Les études de « passif », quand elles existent, ne contraignent pas le choix des instruments financiers	71
5.2.4	La politique de placement se limite souvent à un règlement financier minimal	72
5.2.5	L'allocation stratégique n'est ni une préoccupation, ni une limite	73
5.2.6	Les administrateurs s'intéressent à l'allocation tactique.....	74
5.2.7	L'immobilier, géré en direct, occupe une place disproportionnée dans les débats des conseils d'administration et ne fait pas l'objet d'une stratégie définie.....	74
5.2.8	Les organes délibérants constituent trop souvent une chambre d'enregistrement des propositions de la direction.....	75
5.3	Les modalités de gestion sont grandement perfectibles	76
5.3.1	Les procédures de contrôle interne sont rares et le cas échéant insuffisamment formalisées	76
5.3.2	La composition du portefeuille n'est pas toujours suivie	77
5.3.3	Les conventions et prospectus des OPCVM doivent être plus précis et mieux articulés avec la réglementation	78
5.3.4	Les frais de gestion ne sont pas suffisamment suivis ce qui traduit un manque de contrôle des clauses afférentes des conventions de gestion.....	79
5.3.5	Les objectifs de gestion, trop flous, laissent une marge de manœuvre importante aux gérants	80
5.3.6	L'univers d'investissement n'est pas limité	81
5.3.7	Les horizons de placement ne sont pas fixés	81
5.3.8	La qualité de gestion est appréhendée par la comparaison à des indices de référence sans mention des risques correspondants.....	81
5.3.9	Le reporting prévu par les conventions n'est pas toujours réalisé	82
5.3.10	Les alertes dépositaires sont largement méconnues	82
5.4	Les caisses ne disposent pas en interne des compétences adaptées aux stratégies de placement qu'elles cherchent à mettre en œuvre.....	83
5.5	Les règles déontologiques sont très améliorables	84
5.6	Les règles de la commande publique doivent s'appliquer à la sélection des fonds dédiés	87
5.6.1	Les organismes contrôlés sont pour la plupart soumis aux règles de la commande publique et dans tous les cas aux directives européennes	87
5.6.2	Les fonds dédiés ne doivent pas être exclus de ces dispositions.....	88
5.6.3	Rares sont les organismes contrôlés appliquant les règles de la commande publique pour la sélection de leurs fonds dédiés, ce qui expose leurs dirigeants à un risque pénal.....	89
6	OUTRE DES BONNES PRATIQUES DE GESTION, LA MISSION RECOMMANDE UNE REVISION DE LA REGLEMENTATION ET UN CONTROLE CONTINU RENFORCE POUR LES REGIMES DE PROFESSIONS LIBERALES	90
6.1	Unifier et revoir le cadre réglementaire dans le sens d'un renforcement prudentiel.....	90
6.2	Améliorer la gouvernance et les pratiques de gestion.....	90
6.2.1	Les instances de gouvernance doivent être mieux formées et mieux informées.....	91
6.2.2	Inciter les caisses à professionnaliser leur gestion des placements	91
6.3	Mettre en place une supervision et un contrôle régulier, particulièrement des RCO des professions libérales	92
	LES RECOMMANDATIONS DE LA MISSION.....	94
	LETTRE DE MISSION.....	97
	ANNEXE 1 : METHODE.....	99
1	ORGANISMES AYANT FAIT L'OBJET D'UN CONTROLE SUR PLACE.....	99
2	ORGANISMES AYANT FOURNI DES ETATS DETAILLES DES PLACEMENTS	100
	ANNEXE 2. : DE LA CONSTITUTION ET DE L'UTILISATION DES RESERVES.....	101

1 LA CONSTITUTION DE RESERVES PERMANENTES PEUT S'ENVISAGER DANS UN REGIME OBLIGATOIRE GERE EN REPARTITION	101
2 LES REGIMES OBLIGATOIRES EN REPARTITION PROVISIONNEE PRESENTENT TOUTEFOIS DES DIFFERENCES FONDAMENTALES AVEC LES REGIMES D'ASSURANCE FACULTATIVE.....	103
ANNEXE 3 : L'ETAT DETAILLE DES PLACEMENTS (EDP) DEMANDE AUX ORGANISMES.....	105
ANNEXE 4 : LES DIFFERENTES CATEGORIES D'OPCVM.....	109
1 NATURE JURIDIQUE DES OPCVM DEFINIE DANS LE CODE MONETAIRE ET FINANCIER.....	109
2 FORMES PARTICULIERES D'OPCVM.....	110
3 LA CLASSIFICATION AMF.....	111
ANNEXE 5 : LES PLACEMENTS ADMISSIBLES AU SENS DU DECRET N°2002-1314 MODIFIE.....	115
1 UN CADRE QUI A CONNU DES EVOLUTIONS SUBSTANTIELLES.....	115
2 LES ACTIFS ADMISSIBLES ET LEUR ENCADREMENT	116
3 LEXIQUE	121
ANNEXE 6 : EXTRAITS D'UN PROSPECTUS D'UN FONDS RELATIFS A SA STRATEGIE	123
ANNEXE 7 : LES PRODUITS STRUCTURES.....	127
ANNEXE 8 : EXTRAITS D'UN DOSSIER PREPARATOIRE A UNE COMMISSION FINANCIERE	131
ANNEXE 9 : LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES.....	133
ANNEXE 10 : COMPOSITION DES PORTEFEUILLES DES ORGANISMES.....	137
1 ANALYSE SUR L'ENSEMBLE DES REGIMES COMPLEMENTAIRES OBLIGATOIRES	137
2 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE L'AGIRC	140
3 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE L'ARRCO.....	144
4 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE LA CNAVPL.....	146

RAPPORT

- [28] Par lettre de mission du ministre du Travail, de l'Emploi et de la Santé du 9 janvier 2012, l'IGAS a été saisie d'une mission de contrôle des placements des régimes complémentaires obligatoires (RCO). Cette mission a été confiée à Virginie CAYRÉ, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD et Vincent RUOL⁵.
- [29] Cette mission visait à :
- présenter un état des lieux des placements des RCO et de leur gestion : existence, qualification et adaptation des politiques de placement ; qualité de l'organisation de la gestion des placements par les organismes ; résultats de la politique de placement (composition des portefeuilles, rentabilité, risques) ;
 - évaluer le cadre réglementaire et les modalités de suivi et de contrôle par l'État ;
 - formuler des propositions en vue de l'amélioration du cadre réglementaire et du dispositif de suivi et de contrôle.
- [30] La mission a conduit six contrôles sur pièces et sur place, contradictoires, dans les organismes suivants dont les placements représentent, fin 2011, 54 milliards d'euros, soit 52 % du total⁶ :
- la Caisse de retraite du personnel navigant de l'aviation civile (CRPN ou CRPNPAC) ;
 - l'Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC) ;
 - la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP) ;
 - la Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF) ;
 - la Caisse de retraite des notaires (CRN) ;
 - les fédérations AGIRC (Association générale des institutions de retraite complémentaire des cadres) et ARRCO (Association pour le régime de retraite complémentaire des salariés).
- [31] La mission a aussi effectué une enquête sur pièces en demandant la transmission d'un ensemble de documents à tous les organismes gestionnaires de régimes complémentaires obligatoires (cf. annexe 1. Méthode et référence des rapports par organisme).
- [32] La mission s'est par ailleurs appuyée sur les travaux des missions IGAS de contrôle de la Caisse Nationale des Barreaux Français (CNBF) et du groupe de protection sociale REUNICA regroupant, entre autres, des institutions AGIRC et ARRCO.
- [33] De manière générale, le présent rapport limite, autant que possible, les exemples nominatifs d'organisme et formule des appréciations générales ; l'objet n'est pas de pointer du doigt les manques et les difficultés de tel ou tel, dans tel ou tel domaine, ou d'établir un palmarès des caisses contrôlées mais de dresser un tableau général de la situation et de proposer des pistes d'amélioration. En conséquence les constats faits s'appliquent dans la majorité des caisses rencontrées mais ils peuvent ne pas les concerner toutes.

⁵ Yann-Gaël AMGHAR, inspecteur des affaires sociales, a contribué à la mission.

⁶ En valeur nette comptable. On utilisera dans le rapport à la fois la valeur nette comptable (montant pour lequel un actif figure au bilan, déduction faite de l'amortissement et le cas échéant de la provision) et la valeur de réalisation (prix de vente dont conviendraient des parties compétentes et informées dans des conditions normales de marché, diminué des coûts estimés nécessaires pour réaliser la vente).

- [34] **Les lecteurs qui souhaiteraient vérifier l'adéquation entre les constats généraux et les rapports de site peuvent se rapporter aux rapports par organisme qui sont communicables dès lors que la procédure contradictoire est terminée, n'étant pas, contrairement au présent rapport de synthèse, préparatoires à une décision de l'administration.**
- [35] Bien que la loi 1996-452 du 28 mai 1996 portant diverses mesures d'ordre sanitaire, social et statutaire⁷ délègue les commissaires aux comptes du secret professionnel à l'égard des membres de l'inspection générale, la mission a été confrontée à des difficultés d'accès⁸ voire au refus du commissaire aux comptes de donner accès à ses dossiers de travail. Ces difficultés et ce refus, susceptibles de constituer une obstruction au contrôle, ont limité le périmètre d'audit en empêchant la mission de vérifier la réalité et la portée des investigations relatives aux placements décrites par le commissaire aux comptes lors de l'entretien.

1 LES CAISSES GERANT LES REGIMES COMPLEMENTAIRES OBLIGATOIRES SONT DES ORGANISMES TRES DIVERS DETENANT, FIN 2011, 110 MDS € DE PLACEMENTS EN VALEUR DE REALISATION

- [36] L'existence de placements distingue les organismes gestionnaires de RCO de la plupart des organismes des régimes de base, qui n'ont généralement qu'une gestion de trésorerie – ou de besoins de trésorerie – à court terme.

1.1 Les régimes complémentaires obligatoires sont gérés par des organismes de natures variables

- [37] Les régimes de retraite complémentaire obligatoire qui font l'objet de ce rapport comprennent des organismes de natures très différentes. Sont ainsi concernés :
- des caisses de sécurité sociale qui gèrent aussi bien le régime de base que le régime complémentaire obligatoire, certaines gèrent aussi des régimes autres que de retraite (maladie, invalidité-décès). Il s'agit des caisses du Régime social des indépendants (RSI) et de la Mutualité sociale agricole (MSA), mais également des 10 sections professionnelles de la caisse d'assurance-vieillesse des professions libérales (CNAVPL) et de la Caisse nationale des barreaux français (CNBF) ;
 - les institutions de retraite complémentaire ARRCO (26 caisses) et AGIRC (16 caisses) ainsi que leurs fédérations ;
 - des organismes relevant de régimes particuliers gérant uniquement le régime complémentaire de retraite : Caisse de retraite des personnels navigants professionnels de l'aviation civile (CRPNPAC), Institution de retraite complémentaire de l'enseignement et de la création (IRCEC), Institut de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC), Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP).
- [38] Les régimes de base comme les régimes spéciaux⁹ n'entraient pas dans le champ de la mission. Lorsqu'un organisme gère plusieurs régimes, seul le régime complémentaire de retraite a fait l'objet d'investigations. À l'inverse, lorsqu'une même caisse gère plusieurs régimes complémentaires de retraite, ils ont tous été inclus dans le champ de la mission.

⁷ Article 42 modifié par la loi n°2002-303 du 4 mars 2002.

⁸ Accès tardif en fin de mission et limité à l'accès au dossier d'une année par exemple.

⁹ Régimes de la Banque de France, des mines, des industries électriques et gazières, de la Comédie française, des clercs et employés de notaires, des marins, de l'Opéra de Paris, du port autonome de Strasbourg, de la RATP et de la SNCF.

Encadré : les sections professionnelles de la CNAVPL

La CNAVPL et ses sections professionnelles constituent l'Organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales (OAAVPL). La CNAVPL pilote le régime par points d'assurance vieillesse de base des affiliés des dix sections professionnelles.

- ▶ Les sections professionnelles assurent pour le compte de la CNAVPL le recouvrement des cotisations et le service des prestations du régime de base. Elles gèrent en propre la retraite complémentaire, les garanties invalidité décès de leurs affiliés. Les sections professionnelles des professions de santé disposant d'une convention avec l'assurance maladie (CARMF, CARCDSF et CARPIMKO¹⁰) gèrent deux régimes complémentaires obligatoires : un régime complémentaire de droit commun ;
- ▶ un régime complémentaire à cotisation forfaitaire (auquel peut toutefois, en fonction de la profession, s'ajouter une fraction des revenus conventionnés) financée aux deux tiers par l'assurance maladie : l'avantage social vieillesse (ASV).

Les dix sections professionnelles sont la Caisse autonome de retraite des chirurgiens dentistes et des sages-femmes (CARCDSF), la Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF), la Caisse autonome de retraite et de prévoyance des infirmiers, masseurs-kinésithérapeutes, pédicures-podologues, orthophonistes et orthoptistes (CARPIMKO), la Caisse autonome de retraites et de prévoyance des vétérinaires (CARPV), la Caisse d'allocation vieillesse des agents généraux et des mandataires non salariés de l'assurance et de la capitalisation (CAVAMAC), la Caisse d'assurance vieillesse des experts-comptables et des commissaires aux comptes (CAVEC), la Caisse d'assurance vieillesse des officiers ministériels, des officiers publics et des compagnies judiciaires (CAVOM), la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP), la Caisse interprofessionnelle de prévoyance et d'assurance vieillesse (CIPAV) et la Caisse de Retraite des Notaires (CRN).

Source : IGAS.

1.2 Les régimes complémentaires obligatoires sont marqués par la diversité des règles de fonctionnement mêlant les principes de la répartition et ceux de la capitalisation

- [39] La plupart des RCO fonctionnent selon le principe de la répartition, les cotisations des actifs collectées dans l'année financent les prestations servies aux retraités la même année dans une logique de solidarité intergénérationnelle. Ils sont, en outre, gérés « par points », les cotisations versées chaque année permettant à chaque assuré d'acquérir des points de retraite qui, cumulés sur la durée de la carrière, déterminent le montant de la pension en fonction de la valeur de service du point. Leur pilotage financier consiste à ajuster régulièrement – le plus souvent annuellement – les paramètres (taux ou barème de cotisation, taux d'appel des cotisations, valeur d'achat et de service du point de retraite) pour assurer l'équilibre financier en fonction de l'évolution démographique.

¹⁰ CAVP pour les biologistes.

Encadré : définitions

Taux de cotisation : Pourcentage appliqué à une assiette (généralement aux rémunérations et revenus) et permettant de calculer le montant des cotisations à verser. Il est également appelé taux d'acquisition des points.

Taux d'appel : Appliqué au taux de cotisation, il permet de déterminer les cotisations effectivement versées par l'employeur et le salarié. La fraction du taux d'appel excédant 100% n'est pas génératrice de droits. Inversement, la fraction du taux d'appel en deçà de 100% représente des avantages gratuits.

Valeur d'achat : La valeur d'achat du point est la valeur de la cotisation nécessaire à l'acquisition d'un point par référence à la notion de taux de cotisation. Lorsque le taux d'appel est différent de l'unité, la cotisation effectivement versée pour l'acquisition d'un point de rente peut être supérieure à la valeur d'achat (taux d'appel supérieur à 100%) ou inférieure (taux d'appel inférieur à 100%).

Valeur de service : On distingue la valeur d'acquisition du point, qui sert à calculer le nombre de points acquis à partir des cotisations versées, et la valeur de service du point, qui permet de calculer le montant de la prestation. Lors de la liquidation des droits, la rente (en euros) effectivement versée est égale au nombre de points acquis que multiplie la valeur de service du point.

Source : IGAS.

- [40] Certains régimes complémentaires obligatoires fonctionnent toutefois, pour tout ou partie, en capitalisation. Le régime des fonctionnaires (ERAFP) met en œuvre une « répartition provisionnée » consistant à comptabiliser une provision correspondant à la valeur actuelle probable des droits acquis par les cotisants qui revient à une gestion par capitalisation. Certains régimes de professions libérales combinent une part gérée en répartition et une part en capitalisation : ces régimes individualisent alors les réserves correspondantes et en assurent une gestion différenciée selon le fondement technique du régime¹¹, par exemple, la part en répartition et celle en capitalisation peuvent avoir des allocations d'actifs différentes.
- [41] Dans le cas de certaines professions libérales, cette situation déjà complexe l'est rendue plus encore par l'existence de classes de cotisation optionnelles dont les cotisations viennent abonder le régime complémentaire obligatoire. Même si, juridiquement, il n'existe qu'un unique régime, la fraction de cotisation relative à une classe de cotisation optionnelle dépassant le niveau de cotisation obligatoire est, de fait, facultative.
- [42] La conformité de l'existence de classes de cotisation facultatives – qui ne peuvent être gérées que par capitalisation en raison du risque d'antisélection – aux directives « assurance » n'est pas assurée. En effet, la gestion par un même organisme d'un régime complémentaire obligatoire, qui est, de ce fait, un régime de sécurité sociale au sens du droit européen, et d'une activité d'assurance concurrentielle, ce qui est le cas d'une assurance facultative, apparaît contraire, en première analyse, à la jurisprudence européenne¹². La mission n'a pas étudié ce point qui n'entrait pas dans le champ de sa saisine ; elle incite la Direction de la Sécurité Sociale (DSS) à le faire expertiser.

Recommandation n°1 : Faire expertiser la conformité au droit européen de l'existence de classes de cotisation facultatives.

¹¹ Régimes des notaires et des pharmaciens.

¹² Notamment l'arrêt FFSA c/ France du 16 novembre 1995.

1.3 Les placements représentatifs des réserves qu'ils ont constituées s'élèvent à plus de 100 milliards d'euros en valeur nette comptable et 110 milliards en valeur de réalisation au 31/12/2011

- [43] Les montants des placements détenus par les régimes de retraite complémentaire obligatoire s'établissaient, fin 2011, à 104 Mds€ en valeur comptable et à 110 Mds€ en valeur de réalisation.

Encadré : réserves et placements

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

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

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

Source : IGAS.

- [44] En termes de répartition des sommes placées et donc de risques financiers, les régimes ARRCO et AGIRC représentent 53 Mds €, soit environ la moitié du total ; les différents régimes de profession libérale près d'un quart et l'ERAFP un dixième. Au sein des sections professionnelles de la CNAVPL, deux sections (la CAVP et la CARMF) représentent plus de la moitié des réserves.

Tableau 1 : Valorisation des placements de l'ensemble des RCO au 31 décembre 2011

Chiffres 2011 (en M€)	Valeur nette comptable			Valeur de réalisation	
	Placements mobiliers	Placements Immobiliers	Total	Total	%
ARRCO (régime)	44 399	152	44 551	46 708	42,5%
- dont fédération			11 760	11 789	
CNAVPL (sections pro.)	19 429	1 684	21 113	22 319	20,3%
ERAFP	10 951	-	10 951	10 989	10,0%
AGIRC (régime)	8 473	73	8 546	9 162	8,3%
-dont fédération			4 918	5 220	
RSI (RC)	8 191	9 ¹³	8 200	8 936	8,1%
IRCANTEC	5 785	9	5 795	5 865	5,3%
CRPNPAC	2 828	237	3 065	3 849	3,5%
CNBF (RC)	1 425	123	1 548	1 522	1,4%
IRCEC	313	9	322	322	0,3%
CCMSA (RC)	153	-	153	153	0,1%
Total	101 957	2 287	104 243	109 824	100,0%

Source : Enquête IGAS exploitation des états détaillés de placement. RC désigne le seul régime complémentaire au sein d'organismes portant plusieurs régimes.

- [45] Les données présentées ci-dessus ont été collectées par la mission à partir des états détaillés de placements (EDP) renseignés par les organismes sur la base du modèle présenté à l'annexe 3. Cet EDP comporte 33 colonnes ayant vocation à recueillir diverses informations d'intérêt pour chaque titre ou immeuble détenu.
- [46] Les EDP reçus par la mission sont de qualité très inégale. Les systèmes d'information ne contiennent pas toujours les informations demandées ce qui conduit à la présence de nombreuses cellules vides ou remplies à la main.
- [47] De la qualité des informations transmises dépend la précision des chiffres globaux pour l'ensemble des régimes présentés dans le présent rapport. Les chiffres produits comportent de ce fait une marge d'incertitude. Par exemple, lorsque les EDP fournis ne donnaient qu'une seule valeur, celle-ci a été reprise à la fois pour la valeur brute, la valeur nette et valeur de réalisation.

1.4 L'existence de réserves ne peut se comprendre que si une doctrine précise de constitution, de gestion et d'utilisation est élaborée

- [48] La constitution et la détention de ces placements est généralement présentée comme s'inscrivant dans une répartition provisionnée, sans que cette notion ne fasse l'objet d'une définition précise et partagée entre les différents acteurs (organismes gestionnaires, tutelle, monde académique).

¹³ Dont 8 M€ de placements forestiers. Le montant des placements immobiliers figurant dans ce tableau (issu des états détaillés fournis par le RSI) est manifestement erroné. En effet, fin 2011, les placements immobiliers du régime s'élevaient à 1,3 Mds€ en valeur vénale.

- [49] Or, cette question n'est pas purement spéculative, car elle renvoie à celle de la finalité de ces placements : **pour quelles raisons et dans quel but les placements sont-ils constitués ?** Les placements ne peuvent être, à proprement parler, des « réserves » que s'ils sont détenus en vue d'une utilisation bien identifiée. **L'objet social des régimes de retraite obligatoire est de verser des prestations de retraite et non d'accumuler des placements et de détenir des actifs : l'activité de placements n'est conforme à l'objet social des organismes contrôlés que si elle est effectuée en vue du paiement des pensions, dont elle ne constitue que l'accessoire.**
- [50] Identifier l'objectif de détention des placements conditionne :
- l'équilibre du régime : il s'agit d'éviter à la fois la constitution de réserves excessives par rapport aux besoins de financement découlant des objectifs de pilotage (qui opéreraient alors des prélèvements injustifiés sur les cotisants et dont l'équité mériterait d'être examinée), ou à l'inverse, une situation d'insolvabilité, s'agissant notamment de régimes ayant une assise démographique étroite et donc particulièrement exposés à des retournements démographiques brutaux ;
 - la bonne gestion de ces placements suppose qu'ils s'inscrivent dans une gestion « actif-passif », déterminant les choix de placements en fonction des besoins de financement. À des utilisations différentes correspondent des structures de placements distinctes : les placements assurant une couverture satisfaisante des besoins d'un régime pourront s'avérer complètement inadaptés, voire dangereux, pour un autre.
- [51] Analyser et juger de la qualité d'une politique de placement et des actifs qui en découlent n'est donc possible qu'à l'aune de l'objectif qui leur est assigné. Pour cette raison le rapport ne présente volontairement aucune comparaison des rendements obtenus par les caisses contrôlées sur la période : le rendement à lui seul n'a pas de sens, il ne peut s'évaluer que par rapport aux besoins des régimes qui déterminent notamment l'adossement « actif-passif » et le niveau de risque acceptable.

Encadré : l'adossement actif passif

La gestion actif-passif, aussi dénommée par son acronyme anglais ALM (*Asset and Liability Management*), est une pratique développée par les institutions financières anglo-saxonnes à partir des années 1970 à la croisée des chemins de la gestion des risques et du pilotage stratégique.

Elle consiste à analyser la situation financière d'un organisme et son évolution probable sur un horizon de planification, en fonction de variables anticipées (taux d'intérêt, taux de change, évolution de la démographie, indicateurs macro-économiques et autres variables de marché, etc...).

Pratiquement, l'objectif est d'équilibrer, en incluant la dimension temporelle, les flux engendrés par l'actif et le passif.

L'adossement actif-passif a ainsi pour objectif d'estimer et piloter l'équilibre entre les ressources et les emplois au regard des risques pris par l'établissement sous contrainte d'un niveau de rentabilité et d'un cadre réglementaire.

Sa pratique et son degré de sophistication varient significativement d'un établissement à un autre, dans la mesure où les contraintes réglementaires n'obligent qu'à un suivi basique des différents risques.

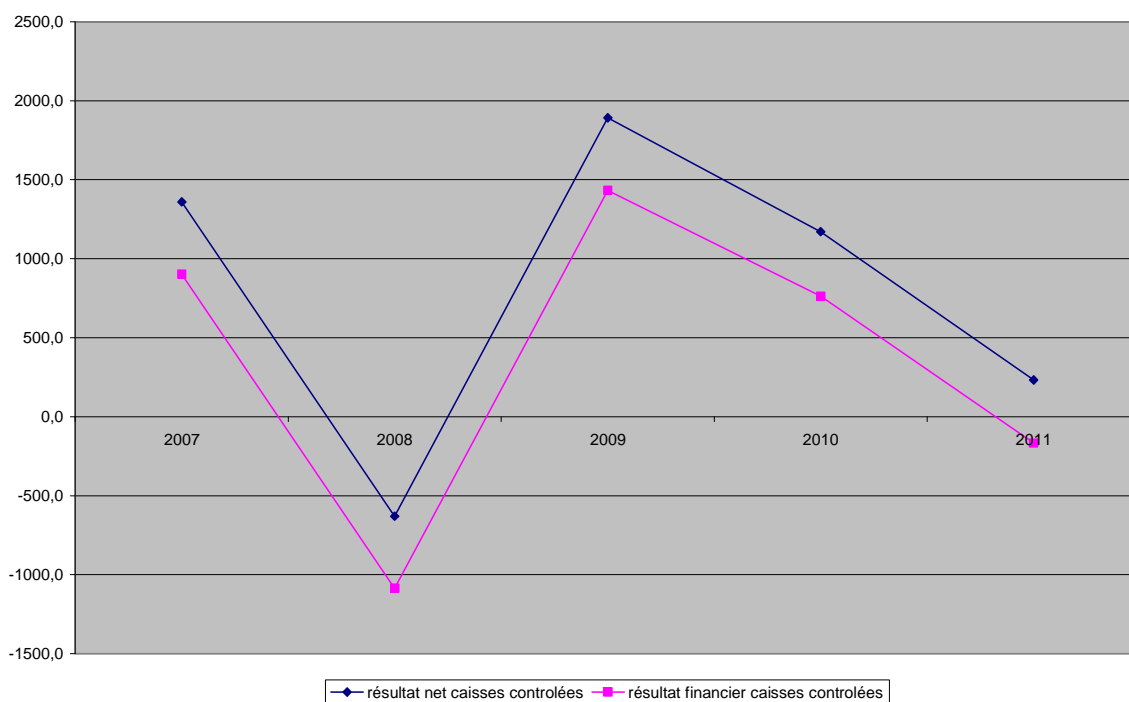
Source : IGAS.

- [52] À cet égard, il ne suffit pas de faire référence à l'expression de « répartition provisionnée » pour définir un lien entre le « passif » et l'actif. À elle seule, l'expression n'a pas de sens ; cet oxymore rapproche deux notions (la répartition et les provisions techniques matérialisant l'évaluation des engagements présents et futurs) qui relèvent, *a priori*, de deux modèles différents de financement des risques. Il convient donc de définir ce qui doit être provisionné et pourquoi.
- [53] Ces éléments du pilotage financier des régimes, qui font par ailleurs l'objet d'une mission de l'IGAS, sont un préalable à la définition d'une politique de placement. On trouvera en annexe 2 l'analyse de la mission sur ce point.

1.5 Les résultats financiers et donc les résultats globaux ont été impactés par la crise financière

- [54] Les investigations de la mission ont porté sur la période 2006-2011, marquée par une crise financière majeure. Celle-ci a des effets d'autant plus notables sur les comptes que le résultat financier des caisses contrôlées détermine largement leur résultat global, comme le montre le graphique ci-dessous. Ce phénomène s'explique par l'importance des montants des réserves disponibles.

Graphique 1 : Résultat financier et résultat global de six des caisses contrôlées



Source : Cumul CNBF, CRPN, IRCANTEC, CAMF, CAVP, CRN¹⁴. Chiffres en M€.

- [55] La mission a pris en compte ce contexte dans ses appréciations. En particulier, elle n'a jamais formulé de critiques sur la base d'une vision *a posteriori* de choix de placements et n'a pas relevé les pertes parfois importantes faites à la suite de certains d'entre eux dans l'absolu. Elle a centré son analyse sur le lien entre les besoins du passif, les allocations stratégiques qui en découlent et les choix de placement faits.

¹⁴ Le calcul n'inclut pas l'AGIRC ARRCO car la mission a contrôlé les placements gérés par la fédération et non les régimes.

- [56] S'agissant d'organismes de retraites dont les placements sont, pour l'essentiel, destinés à financer à long terme des retraites la mission n'a pas commenté les performances en courte période, par rapport à des indicateurs de marché ou entre les organismes car ceux-ci ne sont pas des *hedge funds* entre lesquels il peut être pertinent de comparer les performances dans une perspective temporelle de court terme, pour un investisseur ayant ce type d'horizon d'analyse.

2 LES REGLES PRUDENTIELLES ET COMPTABLES SONT HETEROGENES SANS QUE CELA NE SOIT JUSTIFIE PAR LA NATURE DE L'ACTIVITE

- [57] Alors que, pour l'essentiel, les RCO sont, en matière comptable, soumis au plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS), le corpus réglementaire prudentiel est hétérogène sans que les différences ne soient justifiées par la nature de l'activité ou des risques.

2.1 Le corpus de règles prudentielles comporte trois blocs et 56 % des placements ne sont pas soumis à une réglementation externe

2.1.1 Les caisses sont soumises à trois sources de règles prudentielles : le code de la sécurité sociale, des règles *ad hoc* externes et des règles *ad hoc* internes

- [58] **Les règles des articles R. 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale, codifiant les dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002, concernent un grand nombre d'organismes.** Les non salariés non agricoles et certains régimes particuliers¹⁵ sont soumis au 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. Les dispositions introduites par ce texte empruntent à la réglementation applicable aux organismes assureurs. Toutefois, ces dispositions incomplètes et à la rédaction perfectible témoignent de nombreuses carences et sont assez librement interprétées par les caisses qui y sont soumises (cf. *infra*).

- [59] **L'ERAFP et la CCMSA sont soumis à des dispositions *ad hoc* prises par voie réglementaire.**

- [60] Les règles de placement et de pilotage auxquelles doit se conformer l'ERAFP sont fixées par voie réglementaire et s'inspirent en grande partie des dispositions applicables aux organismes œuvrant dans l'univers de l'assurance facultative par capitalisation :

- les règles d'admissibilité sont fixées par l'article 29 du décret 2004-569 du 18 juin 2004 relatif à la retraite additionnelle de la fonction publique qui renvoie aux actifs admissibles pour les institutions de prévoyance du secteur concurrentiel. Les placements de type actions ne peuvent toutefois s'effectuer que sous forme d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) simples, et les prêts et dépôts sont interdits ;
- le même texte prévoit une gestion obligatoirement déléguée des actifs (à l'exception des obligations souveraines et sous-souveraines et, pour un montant sensiblement plus modeste, du siège de l'ERAFP, qui peuvent être directement gérés par l'organisme) ;
- les articles 19 à 23 de l'arrêté du 26 novembre 2004 (JO du 30 novembre 2004) prévoient les règles de dispersion entre les diverses catégories d'actifs admissibles ;

¹⁵ En l'espèce ceux dont la gestion est assurée par la CRPNPAC et la CRPCEN.

- enfin les règles comptables – et notamment les règles d'évaluation des placements – sont précisées par les dispositions de l'arrêté du 20 décembre 2005 relatif aux règles comptables applicables à l'établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (JO du 29 décembre 2005).

[61] La CCMSA est, quant à elle, chargée du placement des disponibilités du régime complémentaire obligatoire des professions non salariées agricoles¹⁶. La liste des placements qu'elle est autorisée à acquérir est limitée aux titres d'emprunts, obligations, actions et prêts¹⁷. L'arrêté du 22 février 2006 (JO du 14 mars 2006) relatif aux placements, prêts et emprunts des organismes de mutualité sociale agricole précise la liste des actifs admissibles, qui est très proche de celle du code de la sécurité sociale (à l'exception, par exemple, des fonds communs de placement à risque ou des actions cotées détenues en direct). Les règles de dispersion ne sont pas précisées.

[62] **Les règles applicables aux régimes ARRCO, AGIRC et IRCANTEC sont décidées par leurs conseils d'administration.**

[63] Ces régimes ne font en effet pas l'objet de dispositions réglementaires encadrant l'activité de placement. En particulier, dans le cas des régimes AGIRC et ARRCO, les règles de placement applicables aux fédérations et aux institutions de retraite complémentaire (IRC) sont définies au sein du règlement financier de la fédération adopté par le conseil d'administration. Les fédérations assurent la gestion des placements représentatifs des réserves mais peuvent déléguer en partie cette compétence aux IRC.

[64] En pratique, le règlement financier adopté par les conseils d'administration de l'ARRCO et de l'AGIRC (et qui leur est commun) est proche des règles prévues par le code de la sécurité sociale. Néanmoins, des variations doivent être soulignées :

- présence de règles concernant la notation des émetteurs de produits de taux dans les règlements ARRCO et AGIRC ;
- présence de règles de gouvernance et de déontologie dans le code de la sécurité sociale.

[65] **L'IRCANTEC n'est pas soumis à des règles définies par voie réglementaire.** Le conseil d'administration de l'institution a défini l'univers de placements autorisé qui se résume, pour l'essentiel, aux actions, obligations, quelques OPCVM ouverts en diversification et les OPCI. À cette exception près, les règles définies par l'IRCANTEC constituent un sous-ensemble, plus contraignant, des règles posées par le code de la sécurité sociale.

2.1.2 56 % des placements ne sont pas soumis à un cadre réglementaire externe et un tiers relève du décret de 2002

[66] Si le code de la sécurité sociale concerne un grand nombre d'organismes, en l'absence de cadre réglementaire pour les régimes AGIRC, ARRCO et IRCANTEC, 56 % des placements sont gérés hors de tout cadre réglementaire externe.

¹⁶ Article L. 732-57 du code rural et de la pêche maritime.

¹⁷ Article D. 723-233 du code rural et de la pêche maritime (auquel renvoie l'article D. 732-160).

Tableau 2 : Rapprochement règles applicables et montant des placements en valeur nette comptable

Règles et Organisme		VNC		%
R. 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale	CNAVPL (sec. pro.)	21 113	34 248	32,85 %
	RSI (RC)	8 200		
	CRPNPAC	3 065		
	CNBF (RC)	1 548		
	IRCEC	322		
Règles <i>ad hoc</i>	ERAFP	10 951	11 104	10,65 %
	CCMSA (RC)	153		
Pas de cadre réglementaire	ARRCO (régime)	44 551	58 892	56,49 %
	AGIRC (régime)	8 546		
	IRCANTEC	5 795		
<i>Total</i>		<i>104 244</i>	<i>104 244</i>	<i>100 %</i>

Source : IGAS Exploitation des états détaillés de placement – chiffres en M€.

2.1.3 Le code de la sécurité sociale contient pour l'essentiel les règles appliquées par tous les RCO, qu'ils y soient soumis ou qu'ils s'en inspirent

- [67] Les règles d'admissibilité (univers d'investissement autorisé) du code de la sécurité sociale sont les plus larges. Elles contiennent, pour l'essentiel, les règles appliquées :
- ▶ d'elles-mêmes par les organismes définissant leur propre réglementation (ARRCO, AGIRC et IRCANTEC) ;
 - ▶ par les organismes soumis à une réglementation *ad hoc* (ERAFP et MSA) ;
- [68] Les règles de dispersion (quotas par type de produits ou par émetteur) entre actifs admissibles prévues au code de la sécurité sociale sont également les plus larges que celles retenues par ailleurs, à l'exception de la CCMSA qui n'est pas contrainte par des règles de dispersion.
- [69] *In fine*, ce ne sont pas des raisons techniques (différences d'activité ou de missions) qui expliquent l'hétérogénéité des cadres prudentiels. Aucun argument technique ne justifie de maintenir ces écarts.
- [70] Certes, et les investigations sur place le montrent, l'existence d'un cadre réglementaire n'est pas, à lui seul, la garantie d'une politique prudente ; celle-ci peut exister dans des organismes aujourd'hui non soumis à des contraintes externes. Néanmoins, pour ces derniers, l'expérience montre qu'en s'inspirant des règles applicables par ailleurs et en allant parfois plus loin dans leur mise en œuvre que les organismes qui y sont pourtant assujettis, les résultats escomptés sont au rendez-vous. Si une réglementation ne peut à elle seule guérir tous les maux, on ne saurait conclure sur son efficacité en l'absence d'une correcte application. S'agissant d'organismes assurant la gestion de régimes obligatoires dont la défaillance serait sans doute *in fine* assumée, au moins partiellement, par des prélèvements obligatoires, il apparaît nécessaire de définir des règles prudentielles harmonisées.

Recommandation n°2 : Définir un cadre réglementaire commun à l'ensemble des RCO.

2.2 Sur le plan comptable, seuls quelques organismes ne sont pas soumis au PCUOSS

- [71] **Le PCUOSS est le référentiel comptable applicable aux organismes de sécurité sociale** conformément à l'article L. 114-5 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. Les organismes de sécurité sociale ont ainsi 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.
- [72] Les régimes obligatoires de base de sécurité sociale et les organismes concourant à leur financement appliquent ce plan comptable conformément aux dispositions de l'article L. 114-5. En tant qu'elles gèrent par délégation de la CNAVPL une partie du régime de base des professions libérales, les caisses adhérant à l'OAAVPL utilisent ce plan comptable. Il en va de même du RSI.
- [73] **L'ERAFP est soumis à un plan comptable spécifique « ayant pour base de référence le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale »** en application de l'arrêté du 20 décembre 2005 relatif aux règles comptables applicables à l'établissement de retraite additionnelle de la fonction publique et modifiant l'arrêté du 26 novembre 2004 portant application du décret n° 2004-569 du 18 juin 2004 relatif à la retraite additionnelle de la fonction publique.
- [74] Depuis le 1^{er} janvier 2012, **l'IRCANTEC applique également le PCUOSS** conformément aux dispositions du décret n°2011-2084 du 30 décembre 2011 modifiant les dispositions comptables relatives à l'Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques.
- [75] **Les fédérations AGIRC et ARRCO, ainsi que les institutions en dépendant, sont soumises à un PCUOSS amodié.** Dans le domaine financier, les adaptations sont d'importance et concernent pour l'essentiel les règles de dépréciation des actifs (avis n°2009-04 du 3 juin 2009 du Conseil national de la comptabilité rendu en application de l'article R. 922-54 du code de la sécurité sociale) :
- les actifs amortissables sont inscrits à leur valeur d'achat et ne sont dépréciés qu'en présence d'un risque de défaut ou lorsque le titre a vocation à être cédé dans un délai de 6 mois ;
 - les actifs non amortissables ne sont dépréciés qu'en présence d'un risque de défaut ou lorsque la baisse de valeur est jugée « significative et prolongée » (baisse de valeur de 20% au moins durant 6 mois consécutifs dans des conditions normales de marché).
- [76] Ce régime comptable dérogatoire est non seulement plus favorable que celui applicable aux organismes soumis aux règles de droit commun, mais également plus favorable que celui applicable aux organismes assureurs (assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance). Ces dispositions provoquent la demande d'un alignement par les autres organismes d'ailleurs obtenu par l'IRCANTEC.
- [77] **La CRPN dispose d'un plan comptable spécifique** qui n'a pas été précisé par décret et est dans l'attente soumise au plan comptable général.
- [78] Il apparaîtrait logique de doter ces organismes de nature comparable d'un plan comptable commun qui pourrait être celui des organismes de sécurité sociale, ce que sont, au sens européen, les régimes de retraite complémentaires obligatoires. Cela n'exclut pas de proposer des possibilités d'adaptation pour prendre en compte l'activité de retraite complémentaire (cf. *infra*).

Recommandation n°3 : Soumettre l'ensemble des RCO au PCUOSS

- [79] Tous les RCO ne sont pas aujourd'hui soumis à l'obligation de faire certifier leurs comptes. Même si ceux qui ne le sont pas font intervenir un auditeur financier, il apparaît de bonne gestion que l'ensemble des comptes soient certifiés par un commissaire aux comptes.

Recommandation n°4 : Étendre à l'ensemble des RCO l'obligation de présenter des comptes certifiés.

3 LA REGLEMENTATION DECOULANT DU DECRET N°2002-1314 EST MAL ADAPTEE ET LAISSE UNE MARGE D'INTERPRETATION DANGEREUSE AU PLAN PRUDENTIEL

- [80] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles et de certains régimes spéciaux aborde de multiples sujets que l'on peut regrouper en six points :

- définition de la nature des actifs éligibles ;
- définition des contraintes que ces actifs doivent satisfaire (localisation géographique, type d'émetteur, négociabilité des titres, ...) ;
- définition de limites de dispersion par nature de placement et par émetteur¹⁸ ;
- principe de l'adoption d'un règlement financier comportant un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie ;
- création d'une commission financière ;
- principe de la réalisation par ladite commission financière d'un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placement des actifs gérés. Ce rapport s'appuie sur des analyses financières et actuarielles.

3.1 La classification des actifs proposée par le décret manque de cohérence et de pertinence

- [81] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 liste 13 catégories d'actifs admissibles. Afin d'appréhender ces diverses catégories et d'éviter de rentrer dans une trop grande technicité, la mission a réalisé le tableau suivant afin de résumer lesdites catégories et la part respective qu'ils doivent occuper dans les portefeuilles des organismes. Sont autorisés les actifs suivants :

- les obligations ;
- les titres de créances négociables d'un an au plus (certificats de dépôt et billets de trésorerie) ;
- les Bons à moyen terme négociables (BMTN) ;
- les OPCVM de droit français à vocation générale ou européens coordonnés, dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille composé des placements énumérés ci-dessus ;
- les Fonds communs de placement à risque (FCPR) ;
- les OPCVM répondant à des conditions particulières.

¹⁸ Par exemple, au moins 34 % des placements doivent être composés de titres de type « obligations » mais moins de 20 % d'immobilier, moins de 5 % de FCPR, moins de 10 % de prêts, moins de 5 % pour un même émetteur, 90% des titres doivent être libellés en euros...

Tableau 3 : Placements admissibles au sens du décret n°2002-1314 codifié aux articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité social

	Nature du placement		Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché		Limite par catégorie ¹⁹ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
VALEURS MOBILIERES ET TITRES ASSIMILES								
1°	Obligations et autres valeurs émises ou garanties par		EM de l'EEE			>34 %		10 % ²⁰
			organisme international à caractère public dont au moins un EM de l'UE fait partie					
			collectivités publiques territoriales d'un EM de l'EEE					
	Titres		CADES					
2°	Obligations Parts de fonds communs de créance	Autres que 1°		Négociés sur un marché reconnu		>34 %	5 % ²¹	10 %
3°	TCN d'un an au plus (certificats de dépôt et billets de trésorerie) rémunérés à taux fixe ou indexé sur un taux usuel sur les marchés interbancaire, monétaire ou obligataire		Personnes morales autres que les EM de l'OCDE	Siège social sur le territoire d'un des EM de l'OCDE	Dont <u>des</u> titres sont négociés sur un marché reconnu	>34 %	5 %	10 %

¹⁹ Les pourcentages de même couleur correspondent aux valeurs entrant dans une même limite. En l'occurrence, l'ensemble des titres regroupés sous les catégories 1° à 5° doivent représenter plus de 34 % de l'ensemble des placements.

²⁰ Un même organisme ne peut détenir plus de 10 % des titres émis par un même émetteur à l'exception des actifs visés aux 5° et 8°.

²¹ Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des :

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

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ¹⁹ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
4°	BMTN ²²	Personnes morales	Siège social sur le territoire d'un EM de l'OCDE et dont <u>les</u> titres sont négociés sur un marché reconnu	>34 %	5 %	10 %
5°	OPCVM à vocation générale ou européen dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille composé de placements référencés aux 1° à 4°	Portefeuille exclusivement composé de valeurs émises ou garanties par un EM de l'EEE ou de titres émis par la CADES	- Droit français - Droit d'un Etat de l'EEE s'il est conforme aux normes de la directive européenne	>34 %		
		autres				
6°	Parts de FCPR, FCPI, FCPR contractuel, FCPR à procédure allégée		Droit français	5 %	5 %	10 %
7°	Actions et titres donnant accès au capital		Négociées sur un marché reconnu		5 %	10 %

²² R. 623-5: Qui répondent aux conditions suivantes :

- Provenir d'une émission au moins égale à 30 millions d'euros ;
- Être valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement, ni entre eux ni avec l'organisme détenteur 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 et 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 de taux d'intérêt entre les dates de publication du cours et de transaction
- Comporter une clause garantissant à terme le prix d'émission.

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ¹⁹ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
8°	OPCVM (autres que 5° et 6°) dans les conditions de R. 632-6 ²³ : OPCVM à vocation générale ou européens coordonnés		- Droit français - Droit d'un Etat de l'EEE s'il est conforme aux normes de la directive européenne		5 %	
ACTIFS IMMOBILIERS						
9°	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles		Situés sur le territoire d'un EM de l'EEE	20 %	5 % pour un même immeuble	10 %
10°	- Parts ou actions de sociétés à objet strictement immobilier ²⁴ - Parts des sociétés civiles à objet strictement immobilier ²⁵		Siège social sur le territoire d'un EM de l'EEE	20 %	5 %	10 %
PRETS ET DEPOTS						
11°	Prêts obtenus ou garantis par	EM de l'EEE - collectivités publiques territoriales des EM de l'EEE - établissements publics des EM de l'EEE		10 %	5 %	10 %

²³ R. 623-6 : En application des 5° et 8° de l'article R. 623-3, les caisses nationales, de base ou sections professionnelles sont autorisées à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et les parts de fonds communs de placement régis par la sous-section 1 (ie : OPCVM conformes à la directive 2009/65/CE) et l'article L. 214-27(OPCVM à vocation général autre que FCPR, OPCVM réservés à certains investisseurs, OPCVM d'épargne salariale) de la sous-section 2 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier. Elles sont également autorisées 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.

²⁴ 1^{er} alinéa du R. 623-7 : à l'exclusion de sociétés ayant une activité de marchand de biens et de sociétés en nom collectif. Le patrimoine de ces sociétés ne peut être composé que d'immeubles bâtis ou de terrains situés sur le territoire de l'un des États de l'EEE., de parts ou actions des sociétés répondant à ces mêmes conditions.

²⁵ 2^e alinéa du R. 623-7 : dont l'activité est limitée à la gestion directe de biens fonciers situés sur le territoire de l'un des États de l'EEE ou les parts des groupements ayant pour seule activité la gestion de biens fonciers répondant à ces mêmes conditions. Les biens constitutifs du patrimoine doivent faire l'objet d'une exploitation. Les biens forestiers sont interdits que la détention soit directe ou indirecte.

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ¹⁹ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
12°	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ²⁶		Domicile ou siège sociale sur le territoire d'un EM de l'EEE	10 %	5 %	10 %
13°	Dépôts ²⁷				5 %	10 %

Source : IGAS.

²⁶ R. 623-8 : garantis par une hypothèque de premier rang prise sur un immeuble situé sur le territoire de l'un des États de l'EEE. L'ensemble des privilèges et hypothèques en premier rang ne doit pas excéder 65 % de la valeur vénale de l'immeuble estimée au jour de la conclusion du contrat.

²⁷ R. 332-16 : Les comptes de dépôt doivent être ouverts auprès d'un établissement de crédit agréé dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Leur terme ne doit pas dépasser un an ou leur préavis de retrait trois mois. Les comptes doivent être libellés au nom de l'organisme et ne peuvent être movimentés par l'agent comptable qu'au vu de justificatifs visés au a (manuel de procédures) de R. 623-10-3.

- [82] Sur les 13 libellés de la nomenclature introduite par le décret, seuls trois traitent des OPCVM alors que 80 % des investissements réalisés par les caisses revêtent cette forme :
- les OPCVM relevant du 5° sont ceux investissant exclusivement en titres de taux relevant des n°1, 2, 3 et 4, ce qui permet de détenir une très large gamme de produits y compris les obligations convertibles ou structurées ;
 - les OPCVM relevant du 6° sont les fonds communs de placement à risque, qui constituent une catégorie pertinente permettant d'identifier la nature des investissements et des risques afférents ;
 - enfin, le 8° englobe les autres OPCVM pour peu qu'ils respectent les conditions énoncées à l'article R. 623-6. Ce dernier article modifié depuis 2002 renvoie à des dispositions du code monétaire et financier incohérentes (voir *infra*).
- [83] La catégorie relevant du 4° comporte des titres qui recouvrent des réalités bien différentes. En particulier, certains titres structurés particulièrement risqués mais admissibles au sens de la réglementation du fait de la rédaction de l'article R. 623-5 y sont classés. Il existe un risque particulier de voir classer dans cette catégorie des produits qui n'en relèvent pas.

Encadré : Exemples de produits structurés

Des produits structurés « répondant » (la liquidité étant toujours une notion engendrant des débats) aux exigences de l'article R. 623-5 ont été fréquemment rencontrés par la mission. Un exemple en est donné ci-dessous.

Le produit souscrit par la caisse se présente sous la forme juridique d'un BMTN dont la performance est indexée sur l'évolution de la valeur liquidative du fonds TURQUOISE II, qui est un fonds de gestion alternative (*hedge-fund*).

La transaction date 25 octobre 2007 avec effet au 31 octobre de la même année. La maturité du produit est de 8 ans (échéance le 10 décembre 2015). Le produit est émis au pair et son capital est garanti.

La gestion permet une exposition avec un effet de levier de 200 % sur la performance du fonds TURQUOISE II. Le levier est financé par un emprunt à taux fixe correspondant au taux EURIBOR 8 ans²⁸ constaté à la date de transaction.

Plus simplement et concrètement, ce produit peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon avant sa maturité (donc pendant 8 années) mais remboursant à maturité le capital investi augmenté d'un unique coupon terminal fonction des performances du fonds TURQUOISE II. En l'espèce, si au bout de 8 années, la performance²⁹ du fonds TURQUOISE II est positive, le souscripteur du BMTN recevra un coupon égal à deux fois cette performance (rapporté au capital investi). En revanche, si la performance est négative, le souscripteur ne reçoit aucun coupon.

En d'autres termes, si le coupon final ne compense pas le résultat de l'absence du versement des coupons qui auraient pu être reçu en investissant « au taux sans risque » pendant 8 ans, on peut considérer que le produit engendre une perte quand bien même il est garanti en capital.

À noter que la formule permettant de calculer les **frais de gestion est indexée sur la volatilité du fonds TURQUOISE II**. Ces derniers s'établissent ainsi à 18 % de la volatilité annuelle réalisée avec un maximum de 0,375 % : les frais perçus par le structureur sont maximaux lorsque la volatilité du fonds dépasse 2,08%.

Suite à une restructuration, ce BMTN a été remplacé par le BMTN dénommé

²⁸ Les *term sheets* de l'obligation structurée mentionnent un taux de référence EURIBOR 8 ans. La mission souligne le caractère très inusuel de ce taux, les taux EURIBOR ayant généralement des maturités échelonnées entre une semaine et 12 mois.

²⁹ Calculée selon une formule précisée au contrat.

« ACCELERATEUR SUR INDICE ». La maturité a alors été portée à 9 ans (échéance le 10 décembre 2018) et l'indice « SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE » a été substitué comme sous-jacent au fonds TURQUOISE II.

Le produit a été émis au pair et avec une garantie à en capital de 118,98 % afin de reprendre le niveau de garantie du précédent BMTN compte tenu des pertes déjà enregistrées.

Tout comme le précédent BMTN, ce dernier ne verse aucun coupon avant sa maturité. À maturité, **le porteur reçoit 118,98 % du capital investi ainsi que « 19 fois l'alpha annualisé »**. Ce dernier correspond à la différence positive entre la performance finale annualisée de l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE et la performance annualisée de son *benchmark* (EURIBOR 1M) depuis le lancement.

Au cours de l'année 2011, le BMTN « ACCELERATEUR SUR INDICE » fera l'objet de plusieurs discussions quant à de possibles restructurations.

Le dossier remis à la mission comprend trois versions successives du contrat pour un nouveau produit (11 février 2011, 16 mai 2011 et 26 mai 2011). À chaque fois, la structure est similaire.

Dès lors, la question de la capacité d'une caisse de retraite à évaluer la valorisation d'un tel produit et à suivre les risques associés se pose, tout comme celle de l'intérêt d'un tel produit en termes d'adossment actif-passif et de sa compréhension par les administrateurs. Toutefois, formellement une telle structure est actuellement admissible par la réglementation.

Source : IGAS.

- [84] La comptabilisation dans la catégorie n°5 incluse dans la partie « obligataire », qui doit représenter au moins 34 % du total des placements, doit faire l'objet d'un contrôle interne et externe particulier. En effet, on constate souvent qu'y sont inscrits des OPCVM qui sont loin d'être des fonds simples détenant uniquement des obligations. En particulier, on peut y trouver des OPCVM qui ont recours à des instruments dérivés dans un but d'exposition ou de couverture, ce que la réglementation ne permet pas dans la mesure où un OPCVM relevant de cette catégorie doit investir uniquement en actifs relevant des n°1, 2, 3 et 4 de l'article R. 623-3 précité, ce qui exclut les dérivés.
- [85] Enfin, la catégorie 8 regroupe tous les OPCVM qui ne sont pas investis en titres de taux ou dont la nature n'est pas celle d'un FCPR. Cette catégorie diverse peut aussi bien contenir des OPCVM intervenant sur des actions d'entreprises cotées sur le marché français que des fonds de gestion alternative (dits *hedge funds*). Un fonds investissant à la fois en actions et en obligations entre également dans cette catégorie.
- [86] Pour les catégories 5 et 8, le risque est que des classements inappropriés viennent accroître de manière trompeuse la part « obligataire » et donnent une image non fidèle de la proportion investie en titres de taux.
- [87] Par ailleurs, un OPCVM investissant à 99 % en obligations et 1 % en actions doit être classé dans la catégorie 8 (car ne relevant pas du n°5 pour les raisons expliquées *supra*) tout comme un fonds d'obligations convertibles, un fonds d'actions émises par des entités non notées, un fonds investissant dans des produits structurés ou dans des stratégies de gestion alternative.
- [88] Un travail de refonte et de précision de cette nomenclature est nécessaire pour fournir un cadre clair et robuste aux règles prudentielles.

Recommandation n°5 : Redéfinir la nomenclature du décret n°2002-1314 afin de prendre en compte les natures juridiques et les catégories reconnues par l'autorité des marchés financiers au sein de son règlement général.

Recommandation n°6 : Mettre en place un contrôle interne fondé sur une nomenclature plus précise et mieux adaptée.

3.2 Les règles prudentielles du CSS ne s'appliquent pas explicitement aux fonds de droit français ou européens coordonnés, ce qui constitue un risque prudentiel majeur

- [89] L'investissement en OPCVM est autorisé par les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, notamment en son 5° (fonds détenant des produits de taux) et 8° (fonds de droit français ou européens coordonnés).
- [90] Si les OPCVM relevant du 5° sont soumis à un principe de transparence explicite (ils doivent exclusivement détenir des instruments de taux relevant des catégories réglementaires 1° à 4°, à l'exclusion de toute autre et en particulier d'OPCVM et d'instruments financiers à terme), le principe de transparence n'est pas explicitement posé dans la réglementation s'agissant des OPCVM relevant du 8°. Les caisses soumises aux règles du code de la sécurité sociale considèrent généralement que le principe de transparence ne s'applique pas à ces derniers instruments, contrairement aux organismes soumis aux dispositions du code de la mutualité (mutuelles) et au titre III du livre IX du code de la sécurité sociale (institutions de prévoyance) pour lesquels le principe de transparence est explicitement décrit³⁰.
- [91] Cela signifie concrètement – et cette interprétation était celle retenue dans l'intégralité des caisses contrôlées soumises à ces dispositions (CNBF, CRPN, CAVP, CARMF et CRN) – que les OPCVM détenus au titre du 8° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale ne sont soumis qu'à une réglementation formelle minimale (OPCVM de droit français ou européen coordonnés).
- [92] Les règles de dispersion posées à l'article R. 623-6-10 du code de la sécurité sociale autorisent la détention de ce type d'instrument à hauteur de 66% du portefeuille d'une caisse, qui échapperait ainsi à la réglementation du code de la sécurité sociale. **De ce fait, si cette interprétation est retenue, rien n'empêche une caisse de détenir 66 % de ses actifs en produits qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct.**
- [93] Cette interprétation est en premier lieu discutable pour les fonds commun de placement qui ne disposent pas de la personnalité morale (Comofi, art. L. 214-8) et qui n'engagent pas les porteurs au-delà de leur mise (Comofi, art. L. 214-8-5). Certes, le gérant est le représentant légal du FCP vis-à-vis des tiers (Comofi, art. L. 214-8-8) mais, du fait de l'absence de personnalité juridique, les titres ne sont pas détenus par le FCP mais par les copropriétaires. On peut à cet égard citer l'article L. 214-8-3 du code monétaire et financier (dans sa rédaction issue de l'article 3 de l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011) : « *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* ».
- [94] Dès lors, dans le cas des fonds dédiés dont la caisse est seule à détenir les parts, il pourrait être possible de considérer que les instruments financiers détenus appartiennent à la caisse et sont soumis aux règles précitées.
- [95] **Mais surtout et au fond, cette interprétation présente un risque prudentiel majeur, puisque la gestion déléguée ne conduit pas à la disparition du risque inhérent aux instruments financiers sélectionnés. Dès lors, les caisses détiennent par ce biais des actifs qu'elles ne seraient pas, pour des raisons prudentielles, admises à détenir en direct.** Cela conduit la mission à recommander que le principe de transparence soit explicitement appliqué à l'ensemble des fonds ; à défaut les investissements dans les actifs relevant de cette catégorie devraient être drastiquement limités.

³⁰ C. Mut., art. R. 213-33 et CSS, art. R. 931-10-25.

- [96] Prévue pour les institutions de prévoyance dans le titre III du livre IX du code de la sécurité sociale, pour les mutuelles dans le livre II du code de la mutualité et possible pour les organismes relevant du code des assurances sur autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), cette disposition est nécessaire car son absence permet *de facto* aux RCO de s'affranchir des règles d'éligibilité.

Recommandation n°7 : Intégrer au décret n°2002-1314 le principe de transparence pour l'ensemble des fonds.

3.3 Les règles d'éligibilité sont insuffisantes car s'attachant trop à la forme juridique des produits et pas assez à leur nature financière

- [97] La nomenclature précisée à l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale et les contraintes énoncées dans d'autres articles s'attachent plus à la forme juridique qu'au risque attaché aux produits ce qui rend les règles d'éligibilité insuffisamment restrictives. Deux exemples principaux appuient ce constat : celui des BMTN et celui des instruments financiers à terme.
- [98] L'article R. 623-5 applicable aux BMTN fixe cinq conditions qui encadrent leur détention sans pour autant empêcher la détention de produits spéculatifs et hautement risqués qui, ne présentant que peu d'intérêt en matière d'adossement « actif-passif », ne devraient pas être achetés par une caisse de retraite.

Encadré : les conditions d'admissibilité des BMTN

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

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

Source : IGAS.

- [99] Sous l'apparence de titres de dette assimilés à des « obligations » se cachent ainsi des produits structurés indexés sur l'évolution de sous-jacents parfois complexes voire opaques (indices « maison » par exemple) : les formules d'indexation affichées par certains produits nécessitent plusieurs lignes afin d'être explicitées, tant le niveau de complexité est important.
- [100] *In fine*, les règles applicables ne garantissent aucunement la sécurité des placements et ne peuvent rivaliser avec la créativité de l'ingénierie financière. Aussi, un encadrement sur le fond apparaît nécessaire.

Recommandation n°8 : Prendre en compte la nomenclature établie par l'AMF (voir annexe 4) pour mieux caractériser les types d'OPCVM autorisés ou interdits, et intégrer des considérations techniques, notamment en ce qui concerne l'indexation des coupons des titres de créance.

- [101] Le recours aux instruments financiers à terme (IFT) est quant à lui particulièrement mal défini par le décret de 2002.
- [102] Les règles de détention des instruments financiers à terme ne sont pas suffisamment précises, notamment en l'absence d'arrêté d'application de l'article R. 623-4 : « *Les caisses nationales, de base ou sections professionnelles peuvent recourir aux instruments financiers à terme visés au II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier admis à la négociation sur les marchés reconnus au sens de l'article R. 623-3 dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement. Ces conditions sont fixées par arrêté du ministre chargé de l'économie et du ministre chargé de la sécurité sociale* ».
- [103] Les formulations « *permettant d'établir une relation* » et « *contribuer à une réduction du risque d'investissement* » sont particulièrement floues et ouvrent la porte à de multiples interprétations. Dans les faits, les OPCVM détenus par les caisses ont quasiment tous recours à de tels instruments. Les rapports de contrôles établis par la mission révèlent que ces instruments sont dans la majorité des cas utilisés en vue de s'exposer à des risques et non de les couvrir, ce qui, compte tenu des forts effets de levier permis par de tels instrument, est une source de risque majeure. Il en va de même de certains titres structurés (obligations convertibles ou produits plus complexes) qui intègrent des dérivés (options).

Encadré : les swaps de variance

La mission a rencontré au cours de ses contrôles sur place des produits parfois exotiques³¹ tels que des swaps de variance. Ce type de produit souscrit par une caisse étant relativement sophistiqué, mais néanmoins proche du mécanisme de base d'un swap de variance, seul le mécanisme de base sera détaillé ici.

Un swap de variance est un contrat passé entre deux parties par lequel ces dernières conviennent d'un niveau de référence de la variance (mesure de la dispersion par rapport à la moyenne) d'un actif donné, ainsi que d'un notionnel (montant théorique auquel va s'appliquer l'écart de taux).

Une des parties, généralement l'émetteur, s'engage alors à payer à l'autre, à terme, une somme dont la valeur est égale à la variance de référence que multiplie le notionnel. L'autre partie versera quant à elle une somme égale à la variance effectivement réalisée multipliée par le notionnel.

De manière simplifiée, le souscripteur perçoit une somme égale au notionnel que multiplie la différence entre la variance réalisée et la variance de référence. On considère par exemple un swap de variance sur un indice « I », de maturité égale à un an, de variance de référence (25%)² et dont le notionnel vaut 20 M€. Si la variance réalisée au bout d'une année est de (30%)², le swap versera au souscripteur [(30%)²-(25%)²] \times 20M€ soit 550 k€. Inversement, si la variance réalisée n'est que de 20%, la perte sera de 450 k€.

Un tel produit engendre un gain pour le souscripteur lorsque la variance réalisée est supérieure à la variance de référence. En d'autres termes, le souscripteur constatera un gain (respectivement une perte) d'autant plus important(e) que la volatilité effectivement constatée sur l'indice de référence est forte (respectivement faible).

De tels produits sont utilisés soit pour spéculer sur le niveau futur de la volatilité d'un cours

³¹ En finance, les produits exotiques sont des produits complexes, inusuels, spécifiques. Ils s'opposent aux produits « vanille » (ou « *vanilla* », ou « *plain vanilla* ») qui sont plus ou moins simples et standardisés.

ou d'un indice, soit pour assurer une couverture contre des variations imprévues de la volatilité, si des stratégies dont l'efficacité est fortement dépendante de la volatilité sont mises en œuvre par ailleurs.

L'intérêt d'un tel produit pour une caisse de retraite n'est pas évident. Un swap de variance permet certes d'assurer une couverture en cas de hausse de la volatilité mais la nécessité pour une caisse de retraite de se couvrir contre une hausse de la volatilité n'est pas avérée dans la mesure où les stratégies mises en œuvre ne dépendent pas directement de la réalisation d'un objectif de volatilité. Si dans les faits, une hausse de la volatilité peut se constater par temps de crise et le risque anticipé est celui de la baisse des marchés actions, alors la caisse souhaitant se couvrir contre une baisse des marchés actions peut utiliser d'autres mécanismes tels que de simples options de vente. Ces dernières permettent d'ajuster la perte sur telle ou telle action (ou indice) au gain sur l'instrument financier à terme.

En outre, il n'a pas été établi au cours de la mission que l'objectif d'un tel produit était la couverture. On peut donc en déduire que les objectifs poursuivis sont, en réalité, autres.

Source : IGAS.

- [104] Le fait que la réglementation soit imprécise dans le cas des instruments financiers à terme peut s'expliquer par une rédaction datant de 2002 alors que l'ingénierie financière s'est fortement développée depuis. Toutefois, le court développement accordé à ces instruments contraste avec l'encadrement qui est prévu par le code des assurances³², alors même que les textes sont contemporains.

Tableau 4 : Dispositions du code des assurances encadrant les instruments financiers à terme (IFT)

Opérations autorisées	R.332-45 à 48
Ventes d'options	R.332-49
Comptabilisation	R.332-50, R.332-20-2, règlement CRC
Limitation et dispersion des IFT	R.332-51, R.332-52, R.442-54 et R.332-55
Contreparties autorisées	R.332-53
Conventions cadres admissibles	R.332-56
Principe de transparence	R.332-57
Contrôle interne	R.332-58, R.336-1, R.336-2 et R.336-4
Information préalable de l'ACP	R.336-3

Source : IGAS.

- [105] On dénombre ainsi une vingtaine de références traitant des IFT dans le code des assurances face au seul article R. 623-4 du code de la sécurité sociale applicable aux caisses des non salariés non agricoles.
- [106] En particulier, le décret de 2002 ne prévoit ni plafond ni limite quant à l'utilisation des IFT.

³² Décret n°2002-970 du 4 juillet 2002.

- [107] Dans le même registre, le décret de 2002 ne traite pas des mises en pension, prêts et emprunts de titres et espèces alors que la pratique est couramment utilisée par les gérants d'OPCVM.

Encadré : la mise en pension de titres

La pension est l'opération par laquelle une personne morale cède en pleine propriété à une autre personne morale, moyennant un prix convenu, des valeurs, titres ou effets (définis par la loi) et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus. Elle est encadrée par les dispositions des articles L. 211-27 et suivants du code monétaire et financiers.

Schématiquement, le prêteur des titres reçoit à l'instant initial des liquidités en échange des titres qu'il apporte à l'emprunteur. À maturité, le prêteur récupère lesdits titres et verse à l'emprunteur un montant de liquidités inférieur à ce qu'il a initialement reçu. Ce différentiel représente le coût/la rémunération de l'emprunt/prêt des titres.

La recherche de liquidités

Le développement des marchés des pensions s'explique notamment par le besoin de financer des portefeuilles d'obligations gouvernementales. Dans le cadre de leurs activités de placement, des agents économiques peuvent avoir à détenir des titres pour des périodes plus longues que celles anticipées. Aussi, afin de disposer de liquidités sans avoir à céder leurs titres, ces agents peuvent choisir de les mettre en pension. De manière structurelle, les caisses de retraite ne sont pas dans cette position dans la mesure où elles n'ont pas *a priori* de problème de liquidité.

Il est par ailleurs important de noter qu'avec le développement des marchés de dérivés, les agents financiers peuvent avoir besoin à court terme de titres qu'ils ne possèdent pas pour effectuer une livraison ou pour couvrir une position. Dans la mesure où le recours aux instruments financiers à terme ne peut se comprendre pour une caisse de retraite que dans une optique de couverture ou en anticipation d'investissement ou de désinvestissement (i.e. en position déjà couverte), une telle utilisation de la mise en pension ne devrait pas se rencontrer.

Amélioration du rendement des titres et risque de contrepartie

En prêtant des titres qui reviendront dans leur portefeuille à la fin de l'opération de pension, les détenteurs de titres améliorent de quelques points de base, pour la durée de la pension, le rendement de leurs actifs : comme tout prêt, la cession des titres est rémunérée. Bien évidemment, **ce surcroît de rendement s'accompagne d'une augmentation du risque encouru** : En effet, l'amélioration du rendement des titres par la rémunération de leur prêt n'est possible que parce que le prêteur accepte le risque de défaut de sa contrepartie. De manière probabiliste, ce surcroît de rendement est justement supposé compenser en moyenne la probabilité de défaut. Il est important de noter que la prise en pension est également source de risque de contrepartie puisque si le prêteur ne restitue pas le montant convenu de liquidités, l'emprunteur est en droit de garder les titres et de les vendre : ce dernier est alors sujet au risque de fluctuation de la valeur de réalisation desdits titres.

Le risque de réinvestissement.

Les opérations de pension ne donnent pas lieu à des flux monétaires intermédiaires comme une obligation à coupons, mais elles sont exposées au risque de réinvestissement puisqu'il y a échange de liquidités à l'instant initial. L'investissement de ces liquidités peut conduire à des pertes ou à une perturbation de l'adossement actif-passif des caisses.

Le risque lié à l'effet de levier

L'accès au marché des pensions peut permettre à des gestionnaires de portefeuille d'accroître de façon considérable leur effet de levier. En effet, les liquidités obtenues par la mise en pension de titres peuvent être utilisées à l'acquisition de nouveaux titres, qui pourront à leur tour être mis en pension et ainsi de suite. Quelques faillites de *hedge funds* en 1998 ont bien montré que le marché des pensions permettait à certains fonds à risque d'accroître de façon considérable le volume des capitaux qu'ils contrôlent avec une base de capitalisation relativement étroite.

Source : IGAS.

Recommandation n°9 : Améliorer l'encadrement des produits dérivés en s'inspirant en partie du code des assurances.

[108] La mission ne propose pas de recopier *stricto sensu* le code des assurances car, bien que plus précis que le décret de 2002 sur ces aspects, il n'est pas à jour des pratiques en la matière.

Recommandation n°10 : Interdire explicitement les mises/prises en pension et les prêts de titres.**3.4 L'environnement réglementaire incite à la détention indirecte, ce qui explique que l'essentiel des placements mobiliers se fait en gestion déléguée**

[109] La détention indirecte présente de nombreux avantages. Elle permet notamment une externalisation de la gestion, appréciable pour des caisses qui peuvent avoir des patrimoines importants au regard de la taille et de la compétence financière de leurs équipes. Cependant, comme toute externalisation, elle doit être maîtrisée et doit s'accompagner d'une gestion des risques et d'un contrôle interne adéquat.

[110] La mission est partie du principe que les choix entre gestion interne et déléguée relèvent de l'autonomie de gestion des caisses, et n'a examiné le sujet que sous l'angle de la maîtrise des risques associés à ces choix.

[111] Dans la même ligne, il n'y a aucune raison pour que la gestion indirecte soit favorisée par l'environnement réglementaire, en particulier parce qu'elle n'est pas, à elle seule, l'assurance d'une meilleure gestion des risques ou d'une gestion plus performante.

3.4.1 Les règles fiscales incitent à détenir des OPCVM

[112] Les caisses de retraite sont soumises à des règles fiscales particulières :

- les plus-values ne sont pas imposées (CGI, art. 206-5) ;
- les coupons, dividendes et autres produits sont, au contraire, taxés (CGI, art. 219 bis).

[113] L'utilisation d'OPCVM permet de contourner cette difficulté, au moins de manière partielle : la fiscalité applicable à ces organismes est dérogatoire dans le sens d'une exonération des plus-values et produits financiers. Deux types de fonctionnement existent pour les OPCVM :

- dans ceux dits de capitalisation, les revenus des titres en portefeuille sont réinvestis (ou capitalisés) automatiquement et viennent augmenter la valeur liquidative du fonds. Les revenus ne sont donc pas imposables en tant que tels.
- dans le cas des OPCVM dits de distribution, l'organisme reverse périodiquement au souscripteur les revenus de ses titres. Ces derniers entrent alors dans l'assiette de l'impôt sur les bénéfices.

[114] Le premier type est le plus courant. L'OPCVM encaisse en franchise d'impôt les coupons et dividendes, ce qui augmente sa valeur liquidative. Or, les caisses de retraite n'étant pas soumises à impôt sur les plus-values, il leur est possible de réaliser la plus-value correspondant à cette augmentation de valeur liquidative en franchise d'impôt.

Recommandation n°11 : Aménager la fiscalité des caisses de retraites afin que celles-ci ne soient pas incitées à détenir des fonds dans le but d'éviter l'impôt.

3.4.2 Les règles comptables pénalisent le portage des obligations jusqu'à leur terme

[115] Les règles de droit commun du PCUOSS prévoient la dépréciation ligne à ligne des instruments détenus lorsqu'ils sont en moins-value latente. Il n'est ainsi pas possible de compenser les plus-values latentes avec les moins-values latentes. Ainsi, la valeur nette comptable est la somme de :

- la valeur d'achat des lignes en plus-value latente ;
- la valeur de réalisation des lignes en moins-value latente, ce qui signifie que la moins-value latente est totalement intégrée dans la valeur comptable de l'instrument.

[116] Le portage des obligations (i.e. leur détention jusqu'à leur terme) est pénalisé par les règles comptables du PCUOSS qui, s'inspirant du plan comptable de droit commun, prévoit la dépréciation des actifs financiers au 1^{er} euro en cas de moins-value latente. Cette conséquence du principe de prudence du PCUOSS est à mettre en regard des règles, différentes, applicables aux organismes assureurs régis par le code des assurances.

Encadré : Le problème particulier de la comptabilisation des obligations

Les obligations³³ présentent deux particularités techniques intéressantes :

- elles délivrent des flux réguliers et prévisibles (coupons et nominal, versés à des dates connues à l'avance), ce qui est particulièrement adapté dans le cas d'organismes devant verser des prestations selon un échéancier prévisible ;
- elles ne présentent que trois risques³⁴ : un risque de change (annulé par la détention d'obligations libellées en euros), un risque de défaut (fortement limité par la détention d'obligations présentant une bonne qualité de signature) et un risque de taux.

Le risque de taux se traduit de la manière suivante : une hausse (respectivement une baisse) des taux entraîne une baisse (respectivement une hausse) de la valeur de réalisation des obligations. Il est possible de se prémunir contre les mouvements de taux : en portant les obligations jusqu'à leur terme, les détenteurs encaissent de façon certaine (au risque de défaut près) les coupons et le nominal, s'assurant ainsi d'obtenir très exactement le rendement promis lors de l'investissement.

Le risque de perte relative demeure : une hausse des taux signifie une perte d'opportunité d'investir dans une obligation présentant un rendement plus élevé. Au contraire, le risque de perte absolue est nul en l'absence de risque de défaut lorsque l'obligation est portée à son terme.

Afin de diminuer la volatilité des résultats et de ne pas dissuader la détention d'obligations, les organismes assureurs bénéficient d'un mode de comptabilisation particulier des obligations : lorsqu'elles sont portées à terme, leur valeur comptable ne dépend pas des taux pratiqués sur les marchés – et donc de leur valeur de réalisation – mais du seul rendement actuariel présenté par l'obligation³⁵, qui est une valeur fixée lors de son acquisition : c'est le mécanisme de surcote / décote des obligations. En cas de vente d'une obligation avant son terme, le rendement obtenu au-delà (respectivement en-deçà) de sa valeur actuarielle n'est pas disponible pour l'organisme et doit être affecté (respectivement imputé) à la réserve de capitalisation³⁶.

L'absence de prise en compte des moins values obligataires présente ainsi la vertu de diminuer la volatilité des résultats et de réduire la sensibilité des investissements aux évolutions de court terme des marchés financiers. Par conséquent, elle favorise les logiques de long terme :

- en incitant à la détention et au portage d'obligations ;
- en décourageant les arbitrages de court terme, sources de volatilité et donc de risque.

Source : IGAS.

[117] Au contraire, la valorisation des OPCVM se faisant en valeur de réalisation, les plus et moins values latentes se compensent. Cela a pour effet de permettre d'afficher une valeur nette comptable supérieure et de diminuer les dépréciations à constater (dans la limite des plus-values latentes).

³³ Par obligation on entend les obligations à taux fixe remboursant le nominal au pair au terme.

³⁴ On néglige ici le risque de liquidité qui est lié aux échanges de l'instrument et non à l'instrument lui-même. Le problème de la liquidité d'une obligation portée à son terme ne se pose pas.

³⁵ Le taux actuariel est le taux d'actualisation uniforme permettant d'égaliser la valeur actuelle des flux futurs avec la valeur d'achat de l'obligation.

³⁶ C. Ass., art. R. 332-19 (comptabilisation), R. 333-1 et A. 333-3 (modalités). Des dispositions équivalentes existent dans le code de la mutualité et dans le titre III du livre IX du code de la sécurité sociale.

[118] Or, les services des caisses souhaitent généralement afficher des résultats financiers positifs, ce qui les conduit à demander des règles comptables plus favorables que le PCUOSS (les régimes ARRCO et AGIRC ont obtenu une telle dérogation) et, à défaut, à recourir à des OPCVM permettant de compenser au plan comptable plus et moins values latentes.

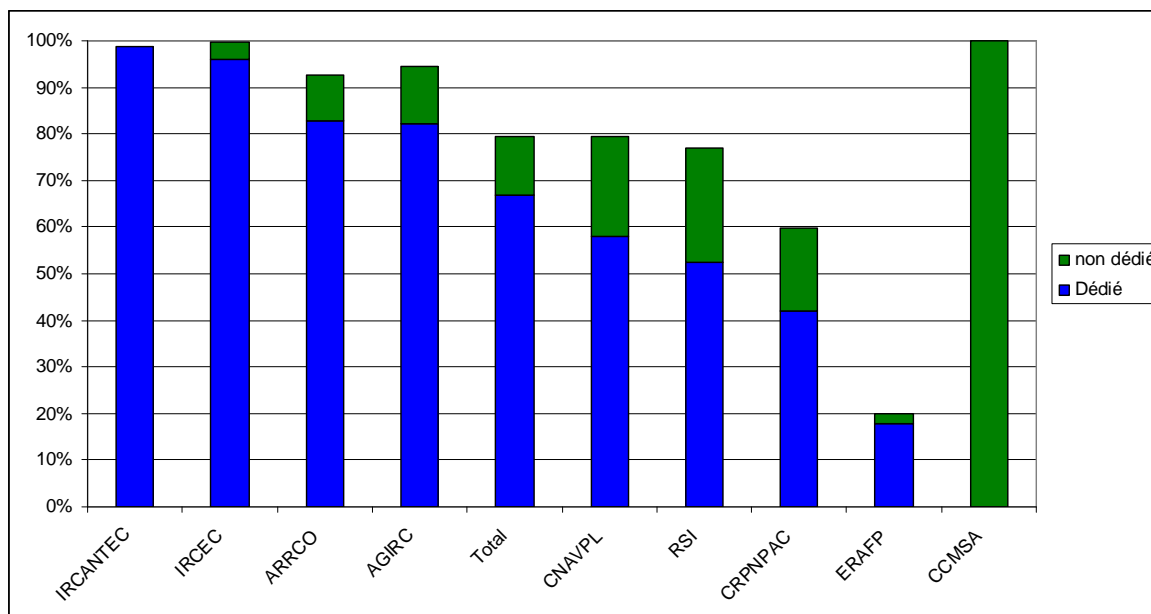
[119] Donner aux caisses les moyens d'assurer un adossement pertinent de leurs placements aux besoins de leurs régimes est une condition de réussite de la mission qui leur est confiée. Aussi, afin d'améliorer l'adossement « actif-passif » et ne pas décourager les investissements obligataires et le portage à maturité des titres correspondants, il conviendrait que la tutelle homogénéise les règles comptables entre caisses et permette, sur le modèle de l'assurance facultative, une dérogation générale au principe de prudence pour ce qui est de la dépréciation au premier euro des titres obligataires en moins value-latente. Une telle dérogation ne peut se justifier que pour les titres obligataires devant être portés à maturité et ne supportant par conséquent pas de risque de perte en capital en raison des mouvements de la courbe des taux.

Recommandation n°12 : Mettre en place un régime de dérogation au principe de la dépréciation au premier euro des titres obligataires lorsqu'ils sont portés par la caisse jusqu'à leur terme.

3.4.3 80 % des placements (mais presque 100 % du mobilier) se font sous forme de gestion déléguée

[120] Fin 2011, sur l'ensemble du périmètre des régimes complémentaires obligatoires, les placements détenus via des OPCVM représentent 79 % de la valeur de réalisation des actifs.

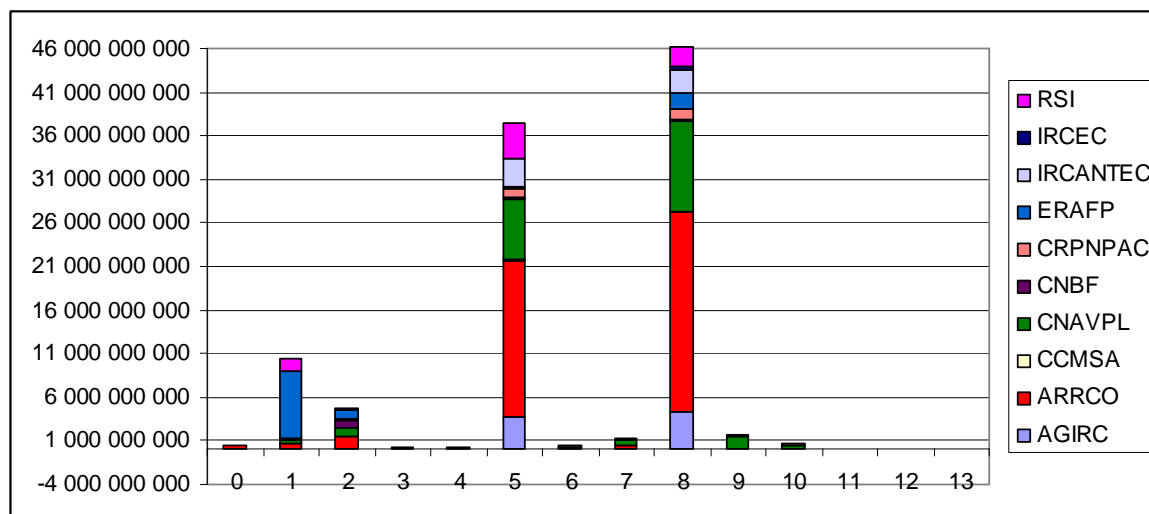
Graphique 2 : Part des OPCVM dans les placements des régimes (% de la valeur de réalisation)



Source : Enquête IGAS.

[121] Les catégories du décret de 2002 ne sont pas en adéquation avec la réalité des portefeuilles sous gestion et la majorité des placements relève de deux catégories seulement, comme le confirme une ventilation plus fine des portefeuilles par nature réglementaire.

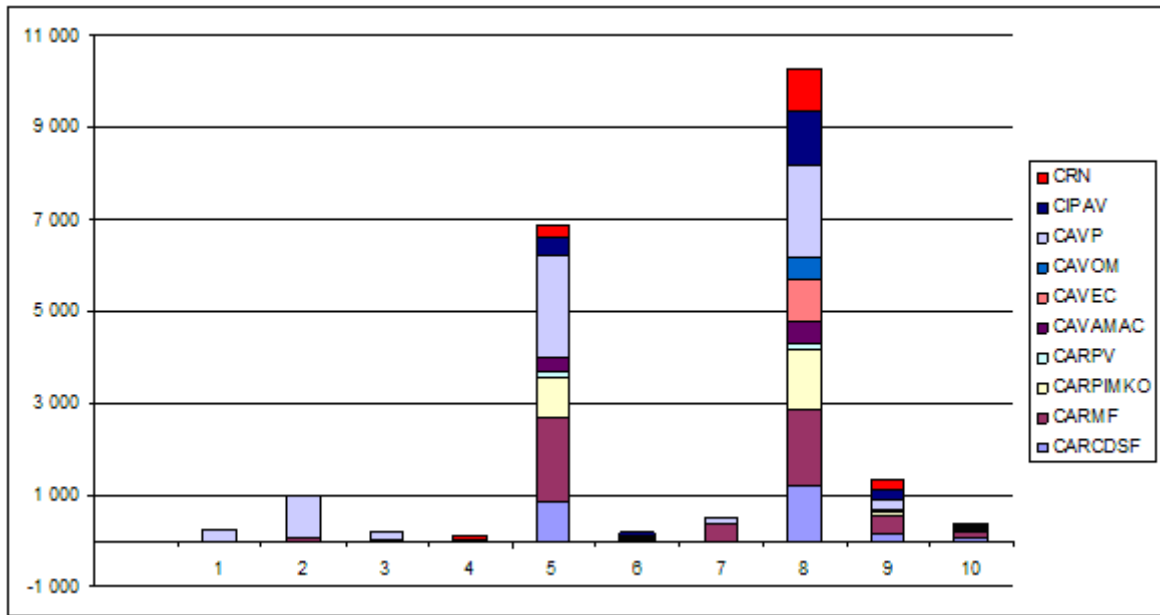
Graphique 3 : Répartition de l'ensemble des placements des RCO selon les catégories du décret de 2002



Source : Exploitation IGAS sur la base des EDP fournis par les organismes. Chiffres en € et en valeur de réalisation.

- [122] Dans un souci de comparaison, les placements des organismes non soumis au décret de 2002 ont fait l'objet d'une ventilation selon les mêmes catégories. La catégorie 0 représente les placements non admissibles au sens du décret. Il est important de noter qu'un tel classement est dépendant des informations fournies par les caisses. Or, les contrôles sur place ont montré que la part des placements non conformes (placements ventilés par l'organisme dans une catégorie du décret de 2002 inadaptée) peut atteindre plusieurs dizaines de points de pourcentage.
- [123] La part des FCPR (catégorie n°6) est réduite car limitée par la réglementation, en raison de sa nature particulièrement risquée.
- [124] Un même examen pour les sections professionnelles relevant de la CNAVPL conduit aux mêmes conclusions : les placements du 5° et du 8° sont nettement majoritaires.

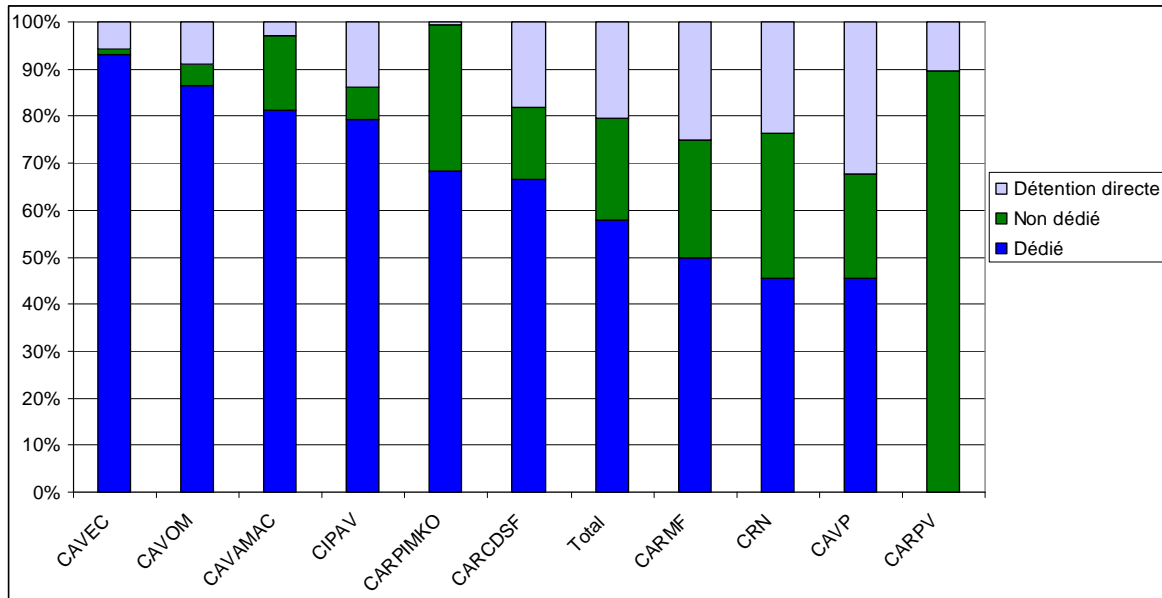
Graphique 4 : Répartition des actifs des caisses de la CNAVPL selon les catégories du décret de 2002



Source : Enquête IGAS. Chiffres en M€ et en valeur de réalisation.

[125] En effet, la part des placements détenus par l'intermédiaire d'OPCVM est au sein de ces caisses de 80 %, en ligne avec ce qui s'observe dans l'ensemble du secteur.

Graphique 5 : Part des OPCVM dans les placements des caisses de la CNAVPL (part dans la valeur de réalisation)



Source : Enquête IGAS.

4 LES PORTEFEUILLES COMPORTENT DES PRODUITS RISQUES QUE LES CAISSES NE SONT PAS AUTORISÉES À DÉTENIR EN DIRECT ET DONT L'ADOSSEMENT AUX ENGAGEMENTS EST CRITIQUABLE

4.1 Les choix de gestion reposent sur des hypothèses critiquables

[126] Au-delà des différences entre organismes, la gestion est marquée par quatre caractéristiques principales : une forte exposition au risque actions dans l'allocation stratégique, une gestion active des fonds, des investissements significatifs hors zone euro et une mauvaise compréhension de la notion de décorrélation.

4.1.1 La forte exposition au risque actions dans les allocations stratégiques est fondée sur l'hypothèse d'un meilleur rendement à long terme des actions qui est à la fois discutable et soumis à des conditions qui ne sont pas remplies dans le cadre des modes de gestion retenus

[127] Le tableau suivant décrit les allocations stratégiques cibles des organismes contrôlés par la mission.

Tableau 5 : Allocation stratégique des caisses contrôlées

	ARRCO et AGIRC	CAVP	CARMF	CRN	CNBF	CRPN	IRCANTEC	Portefeuille PREFON
Actions	30 %	50 %	46 %	35 % - 60 %	45 %	40 %	29 %	18 %
Obligations	70 %	40 %	34 %	20 % - 60 %	35 %	30 %	66 %	74,5 %
Autres	-	10 %	20 %	10 % - 35 %	20 %	30 %	5 %	7,5 %

Source : Mission IGAS. Pour la CAVP et la CRN, l'allocation stratégique est celle applicable aux régimes en répartition.

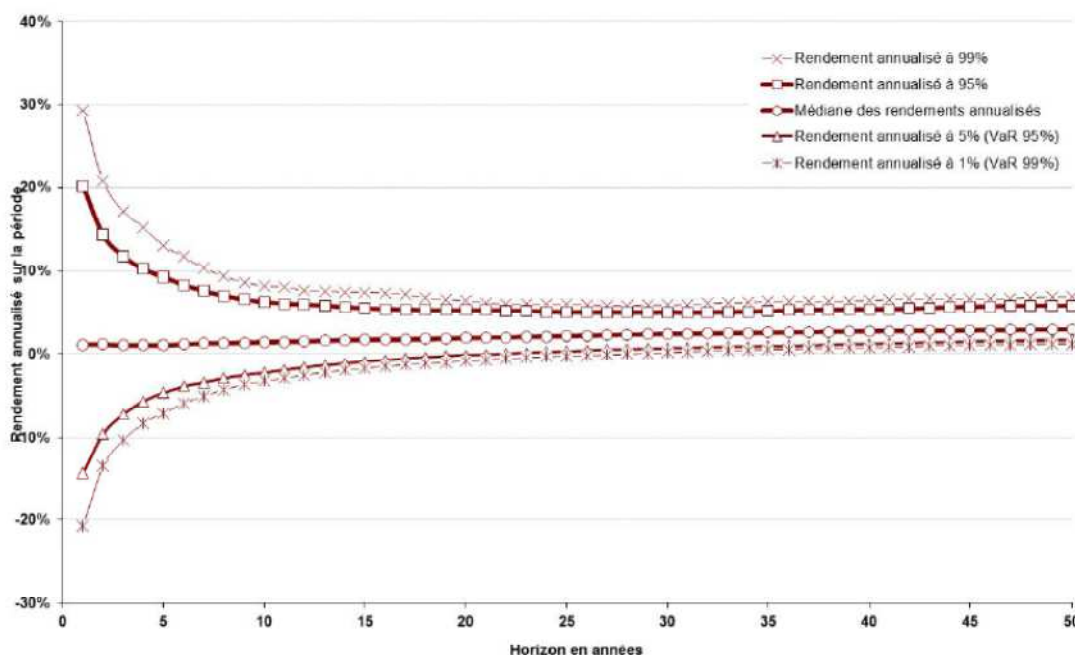
[128] On constate de façon générale l'appétence au risque très supérieure à celle d'organismes de retraite facultative gérés par capitalisation. C'est par exemple le cas, comme le montre le tableau, si on compare les allocations des organismes contrôlés à celle de la PREFON, régime de retraite supplémentaire financé en capitalisation et, par conséquent, investisseur de long terme au même titre que les caisses de retraite complémentaires contrôlées. La réglementation applicable à la PREFON l'autorise à détenir 65 % d'actions et ce n'est donc pas une contrainte réglementaire qui conduit au taux de détention d'actions constaté de 18 %.

[129] En complément, dès lors que les caisses ont à leur charge un régime en capitalisation, leur allocation stratégique fait une place plus large aux actifs obligataires. Ainsi pour la CAVP, il existe également une allocation stratégique pour la part gérée par capitalisation qui comporte 65 % d'obligations (contre 40 % pour le régime en répartition); 20 % actions ; 10 % immobilier et 5 % autres). De même, à la CRN, l'allocation stratégique de la section B faisant l'objet d'une « répartition provisionnée » se distingue de celle de la section C en répartition pure. La CRN ne fixe par formellement d'allocation stratégique. L'allocation stratégique n'est qu'une cible et non une contrainte. L'actuaire en charge des études recommande ainsi pour la section B une part d'actions allant de 20 % à 35 % (contre 35 % - 60 % pour la section C en répartition).

[130] L'attractivité des produits actions vient de l'opinion selon laquelle celles-ci présentent un rendement plus élevé que les obligations sur le long terme – sans d'ailleurs que la notion de long terme ne soit définie. Ce rendement plus élevé devrait en théorie financière correspondre à un risque plus élevé (voir encadré *infra*). Cet aspect est systématiquement minoré par les caisses contrôlées, notamment dans le cadre des simulations de leur actif. En effet, il est souvent fait l'hypothèse que le risque porté par les actions, même s'il est plus important que celui porté par les obligations, se mutualise avec l'écoulement du temps. D'où la présentation de courbes en forme de « trompette de risque » comme celle fournie par le cabinet INSTI7 à plusieurs caisses contrôlées, qui laissent penser aux administrateurs que le risque diminuerait au cours du temps³⁷.

Schéma 1 : Évolution du risque dans le temps

Analyse du risque dans le temps



Source : Documents fournis à plusieurs caisses contrôlées par le cabinet INSTI7.

³⁷ Voir en ce sens *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, Olivier GARNIER et David THESMAR, rapport du Conseil d'analyse économique, 2009. Les auteurs distinguent risque *relatif* (qui diminue avec le temps) et risque *absolu* (qui augmenterait probablement avec le temps).

- [131] Ces courbes sont a priori surprenantes dans la mesure où l'on s'attend à ce que l'incertitude et donc la volatilité croissent avec le temps.. Elles donnent une fausse impression de sécurité³⁸.
- [132] Au final, il existe des facteurs plus commerciaux ou politiques permettant d'expliquer la diffusion de cette croyance par les intermédiaires financiers, et qui devraient inciter les caisses à plus de prudence :
- les produits actions supportent généralement des frais plus élevés³⁹ : le gestionnaire a un intérêt objectif à commercialiser ce type de produits par rapport à un produit obligataire ;
 - la détention d'actions, notamment sur le long terme, permet de stabiliser l'actionnariat, et donc, du point de vue de l'entreprise détenue, sa direction⁴⁰.

³⁸ La mutualisation temporelle suppose l'indépendance (en fait, la décorrélation). Or rien ne prouve que le cours d'une action en N est indépendant des cours des années suivantes et précédentes. À supposer que la mutualisation soit applicable, l'erreur relative (i.e. la dispersion autour de la moyenne) est décroissante (en $\frac{1}{\sqrt{N}}$). Toutefois, l'erreur absolue (i.e. l'amplitude des gains ou pertes) est, elle, croissante (en \sqrt{N}).

³⁹ Par exemple, la CARMF estimait que ses fonds dédiés taux supportaient des frais de 0,47 % de l'encours contre 1,16 % pour les fonds dédiés actions (chiffres 2011).

⁴⁰ Des économistes ont observé qu'afin de limiter la liquidité de leur action, certaines entreprises américaines en ont diminué le nominal afin de renchérir les frais de transaction (assis sur le nombre d'actions échangées et non sur les montants échangés comme cela peut être le cas à la bourse de Paris).

Encadré : le surplus de rendement des actions par rapport aux obligations

Le théorème de Modigliani – Miller⁴¹ établit que, sous certaines hypothèses, obligations et actions⁴² d'un même émetteur doivent présenter un même rendement. Or, il est généralement considéré que le rendement des actions sur le long terme est supérieur à celui des obligations⁴³, ce qui ne peut s'expliquer que par des dysfonctionnements de marché.

Ce surplus de rendement, dénommé *equity premium* par les économistes, serait dû au risque supérieur présenté par ces actifs financiers (prime de risque). La recherche économique fait toutefois apparaître que le risque supérieur n'explique pas la totalité de l'écart de rendement entre actions et obligations. Plusieurs pistes, pas nécessairement mutuellement exclusives, sont explorées par la recherche économique :

- il est possible qu'il existe des biais liés à la fiscalité, soit de l'émetteur, soit du détenteur de l'actif financier. Ainsi, si les produits financiers issus de placements en actions sont soumis à une fiscalité plus contraignante que ceux issus de placements obligataires, l'émetteur devra donner un rendement supérieur pour les actions afin d'en contrer l'impact ;
- les marchés financiers peuvent être inefficients, c'est-à-dire certains acteurs sont irrationnels. L'opérateur de marché croit être plus efficace que le marché en effectuant des choix plus avisés. Ce biais est illustré par les commentaires des analystes sélectionnant les actions d'un fonds : ils estiment la valeur d'une action, puis la comparent à la valeur de bourse. S'il existe un écart, alors ils retiendront une position acheteuse (si le cours de bourse est inférieur à leur évaluation) ou vendeuse (si le cours de bourse est supérieur à leur évaluation). Dans tous les cas, l'anticipation retenue est différente de celle du marché : le fait de surperformer le marché peut être attribué au talent du gestionnaire (qui est plus rationnel que le marché), mais peut tout autant s'interpréter comme une prise de risque supérieure à celle du marché et *a posteriori* payante (voir *infra* sur la gestion active) ;
- les actions sont non seulement plus risquées, mais surtout supportent un risque extrême (perte de la totalité de la valeur) généralement pas supporté par les obligations (puisque, dans le cas de ces dernières, il existe un *recovery*⁴⁴ même en cas de défaut) ;
- les actions étant moins prédictibles dans leurs flux (dividendes futurs), il existe un risque de devoir les vendre à un instant de moindre performance (par exemple exactement en octobre 1987 plutôt qu'en mai 1987, ou bien en septembre 2008 plutôt qu'en septembre 2007 etc...). La détention jusqu'au terme d'une obligation annule précisément ce risque pour ne faire demeurer que le risque de défaut de l'émetteur ;
- le plus grand rendement des actions par rapport aux obligations pourrait également résulter de la plus grande asymétrie d'information : bien que l'information sur l'émetteur de l'instrument soit la même, les flux délivrés par une obligation sont déterminés de manière moins incertaine que ceux délivrés par une action.

L'ordre de grandeur de l'*equity premium* est discuté : le taux usuellement retenu (7 à 8 %)

⁴¹ F. MODIGLIANI, M. H. MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n°3 (juin 1958), pp. 261-297.

⁴² On observe un premier biais dans cette formulation : tous les organismes émettant des actions peuvent émettre des obligations, la réciproque n'étant pas vraie. Or une partie significative du marché obligataire est constituée par les émetteurs souverains, moins risqués car disposant (fréquemment) de l'outil monétaire.

⁴³ La notion de « long terme » est discutable : s'agit-il de 10 ans, 25 ans ou 100 ans ? Les hypothèses faites en matière de remplacements des flux intermédiaires ou de calendrier des achats et ventes sont également très sensibles dans le calcul du rendement.

⁴⁴ Montant obtenu de la liquidation de la société défaille. Les détenteurs d'obligations, même subordonnées, sont toujours servis avant les actionnaires.

apparaît surévalué. Un surplus de rentabilité de l'ordre de 2,5 à 4,5 % a été proposé par certains auteurs⁴⁵ qui suggèrent qu'une grande partie des rendements boursiers est due à la baisse des taux d'intérêts.

Quoi qu'il en soit, il est important de rapprocher ces diverses notions afin d'examiner le surcroît de rendement des actions à l'aune des risques encourus et des hypothèses qu'il suppose.

Il est par ailleurs fondamental de distinguer les diverses raisons conduisant à la naissance de cette prime de risque et de constater qu'elle n'existe de manière générale qu'*a priori* et en espérance⁴⁶. **La réalisation effective ou non de ce surcroît de rendement pour un investissement ou un groupe d'investissements donné n'est de ce fait aucunement garantie et suppose *a minima* un savoir-faire et de mettre en œuvre des modes de gestion⁴⁷ en adéquation avec les hypothèses retenues.**

Source : IGAS.

4.1.2 Les caisses ont toujours choisi une gestion active de leurs fonds

[133] Les caisses peuvent retenir trois types de gestion :

- la gestion active : le gérant du portefeuille procède à des achats et ventes d'actifs (justifiant un taux de rotation du portefeuille important) visant à le positionner sur des valeurs (pour les actions) ou des segments de courbe (pour les taux) qui vont évoluer, selon lui, favorablement. Ce positionnement relève largement du pari. Un exemple de « stratégie » de ce type, tel que développé dans un prospectus de fonds dédié est donné en annexe 6. L'objectif est généralement de « battre le marché », c'est-à-dire d'obtenir un rendement supérieur à un indice de référence. L'avantage de ce type de gestion est sa grande souplesse, ce qui permet, par exemple, d'intégrer des contraintes réglementaires ou bien la prise en compte de notations ISR (Investissement Socialement Responsable) ;
- la gestion passive (ou indicielle) consiste, elle, à suivre un indice de référence. L'objectif n'est cette fois pas de « battre le marché » mais plus simplement de le suivre. Des fonds spécialisés (dénommés *trackers*) suivent ainsi les indices usuels en ayant un risque équivalent à celui de leur indice sous-jacent, tout en ayant un rendement légèrement inférieur (le rendement du *tracker* est égal à celui de l'indice sous-jacent diminué des frais de gestion). Il est également possible de répliquer les indices en détenant directement le même panier d'actifs. Un inconvénient de la gestion passive est qu'elle suit un indice qui n'est pas nécessairement adapté aux besoins de la caisse (en particulier s'agissant de certains indices obligataires pour leur composition et leur *duration*⁴⁸) ;

⁴⁵ E. F. FAMA et K. R. FRENCH, *The equity premium*, The Journal Of Finance, vol. 57, n°2 (avril 2002), pp. 637-659.

⁴⁶ Au sens probabiliste du terme. Par exemple, si dans un panier de trois actions de même valeur à l'instant initial, la valeur de la première est multiplié par 6 en 10 ans et celle des deux autres tombe à 0 (faillite) alors le rendement moyen du panier d'actions est de 100 % en 10 ans, soit approximativement 10 % par an en moyenne, alors que cette valeur cache des réalités distinctes : toutes les actions n'ont pas eu un rendement élevé contrairement à leur valeur moyenne.

⁴⁷ Les études se fondant sur une approche « économique » supposent l'investissement dans des titres que l'investisseur conserve afin de récolter les fruits (dividendes) de ses placements. Cette gestion passive de long terme s'oppose à une gestion active de court terme dans laquelle le but est de saisir les opportunités de marché par la réalisation d'arbitrages.

⁴⁸ La *duration* d'une obligation est la durée de vie moyenne de tous les flux (intérêts et capital) actualisés. La *duration* correspond à la somme des durées pondérées par les valeurs actualisées des flux à percevoir rapportée à la valeur présente du titre.

- la gestion adossée : il s'agit de faire correspondre plus ou moins parfaitement les flux délivrés par l'actif (coupons et dividendes) et ceux exigés par le passif (paiements des arrérages). Ce type de gestion est difficile à mettre en œuvre pour les flux lointains (erreurs de prévision sur les pensions à verser, inexistence de certains produits au-delà d'une certaine échéance) et privilégie la détention d'obligations portées jusqu'au terme (portage, ou « *hold to maturity* », ou « *buy and hold* »).

[134] À l'exception du segment court (moins de 2 ans) de l'ARRCO et de l'AGIRC qui est géré en adossement, la totalité des caisses a retenu la modalité de gestion active, sans d'ailleurs que cette option de gestion ait toujours été discutée par les organes délibérants. Cette préférence pour la gestion active peut être justifiée par les caisses par :

- une meilleure prise en compte des contraintes réglementaires ou ISR ;
- une meilleure résistance à l'inflation, ou, formulé de manière différente, un rendement plus élevé.

[135] Toutefois, la rentabilité supérieure des fonds en gestion active n'est pas nécessairement avérée de manière empirique⁴⁹.

[136] La mission estime qu'une gestion adossée est celle qui est la plus conforme à l'objet social d'un organisme de retraite complémentaire obligatoire, qui est de verser au moment approprié les retraites qu'il s'est engagé à servir.

[137] Le choix d'une gestion active est par nature plus risqué, car cette gestion peut conduire à « battre le marché » dans les deux sens, à la hausse mais aussi à la baisse. Ce choix n'est pas uniquement technique et doit donc être formellement validé par les instances dirigeantes et porté clairement à la connaissance des adhérents du régime.

Recommandation n°13 : Envisager une gestion adossée. Toutefois, quel que soit le choix retenu in fine par chaque caisse, faire de ce choix de gestion une décision prise par les instances dirigeantes et portée à la connaissance des adhérents.

4.1.3 Certaines caisses investissent hors zone euro et parfois significativement dans des pays émergents

[138] Les caisses – en particulier celles de professions libérales – investissent hors zone euro et parfois significativement dans des pays émergents, alors même que la réglementation interdit la détention directe d'actifs hors OCDE.

[139] Ces investissements sont justifiés par l'opinion selon laquelle la croissance des pays émergents se traduira par une augmentation au moins équivalente de la valeur des actifs détenus. Selon cette hypothèse, les rendements des actions des pays émergents devraient, sur le long terme, être sensiblement supérieurs à ceux des actions des pays développés.

Encadré : le paradoxe de LUCAS

« [Le capital financier] devrait sortir des pays dont le capital physique est supérieur à l'offre de main-d'œuvre, donc où les rendements sont inférieurs, vers ceux qui sont relativement mal dotés en capital et offrent ainsi plus de possibilités d'investissement inexploitées. En principe, ces flux de capitaux devraient profiter aux pays pauvres en leur donnant l'accès à des ressources financières qu'ils peuvent investir en capital physique, sous forme d'équipements, d'outillage et d'infrastructure. Ces investissements devraient augmenter leurs niveaux d'emploi et de revenu [...] Dans un article célèbre rédigé en 1990,

⁴⁹ I. DITCHEV, *What are stock investors' actual historical returns ? Evidence from dollar-weighted returns*, The American Economic Review, Vol. 97, n°1 (Mars 2007), pp. 386-401.

Robert LUCAS a montré que les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres sont très modestes et nettement inférieurs aux niveaux prédits par la théorie »⁵⁰.

D'un point de vue théorique, l'utilisation de la parité de pouvoir d'achat au lieu de la productivité globale des facteurs pourrait être une piste permettant d'expliquer ce paradoxe⁵¹ (c'est-à-dire que pour bénéficier du dynamisme de la bourse de Bangkok, il faudrait vivre... comme un Thaïlandais).

En d'autres termes, du point de vue de l'investisseur, les productivités du capital sont approximativement égales (à une prime de risque près) dans les pays riches et les pays pauvres⁵². Les performances importantes de certains investissements dans les pays émergents sont à mettre en regard des pertes que d'autres ont pu connaître et de l'ensemble des risques encourus (politique – en ce compris le risque de change – et réglementaire en particulier).

Source : IGAS.

[140] D'un point de vue opérationnel, l'investissement dans des titres émis par les sociétés de pays émergents pose des problèmes particuliers :

- l'exposition au risque de change. Ce risque, qui existe aussi avec les actifs libellés en dollars américains, canadiens ou australiens, en francs suisses ou en livres sterling, est d'autant plus difficile à couvrir que le marché est exotique⁵³ ;
- la couverture en change peut poser problème (même s'agissant d'instruments hors zone euro mais dans l'OCDE) : une couverture dynamique⁵⁴ est relativement aisée, mais elle ne protège que très partiellement et à court terme, ce qui n'est pas satisfaisant pour des caisses se définissant elles-mêmes comme « des investisseurs de long terme » ; une couverture statique est onéreuse et pose d'importants problèmes de risque de contrepartie ;
- enfin (et surtout), les caisses devraient s'interroger avant d'investir sur les marchés émergents sur la notion de propriété d'une entreprise privée, souvent structurée sous forme de *joint venture* avec une entreprise locale et soumise à une autorisation précaire des autorités.

[141] Ces éléments conduisent la mission à recommander de ne pas élargir les critères d'éligibilité des actifs aux pays hors OCDE.

Recommandation n°14 : Ne pas étendre les critères d'éligibilité des actifs aux pays émergents.

⁵⁰ E. PRASAD, R. RAJAN et A. SUBRAMANIAN, *Le paradoxe des flux de capitaux*, Finances & Développement, Mars 2007.

⁵¹ D. COHEN et M. SOTO, *Why are poor countries poor ?*, décembre 2003.

⁵² Cette hypothèse devrait être nuancée : la productivité du capital aux États-Unis est probablement supérieure à celle de beaucoup de pays, en particulier les pays émergents.

⁵³ Voir note de bas de page n°31.

⁵⁴ Une couverture dynamique de change est une couverture sur une faible période de temps (par exemple 6 mois). À son échéance, elle peut être à nouveau mise en place (on dit qu'on « roll » la couverture) aux nouvelles conditions du marché. Elle a l'avantage d'être souple et relativement peu onéreuse, mais l'inconvénient de ne prémunir que contre les mouvements courts de change.

Une couverture statique de change ne se conçoit *a priori* que pour les obligations, car il s'agit de couvrir chacun des flux à leur date d'exigibilité. L'avantage de ce type de couverture est que le taux de change est définitivement fixé, mais l'inconvénient est la difficulté – voire l'impossibilité – de trouver les produits correspondants sur les marchés financiers, notamment s'agissant des échéances éloignées.

4.1.4 La notion de décorrélation est mal comprise

[142] Certaines caisses – en particulier de professions libérales – ont mis en place une poche de gestion de performance absolue, de gestion alternative ou de décorrélation. Quelle que soit son appellation, l'idée de cette poche est d'être décorrélée des grandes classes d'actifs. Ce type de stratégie fait appel à des produits particulièrement risqués et généralement interdits ou très encadrés par la réglementation applicable aux actifs directement détenus :

- investissement sur les marchés émergents ;
- investissement sur les matières premières (voire, pour un produit détenu par la CARMF, sur les droits à émission de CO₂) ;
- détention d'EMTN structurés dont la performance dépend de la trajectoire d'un indice synthétique (détenus par la CRPN, la CRN ou la CARMF) ;
- détention de CDO sous forme d'EMTN. L'ARRCO détient ainsi – indirectement – un portefeuille de crédits hypothécaires néerlandais sous la forme d'une obligation structurée de droit irlandais ;
- investissement dans des FCP à risque (FCPR) ;
- recours à des fonds de gestion alternative (voir *infra* quelques exemples de stratégies alternatives) ;
- de manière extrêmement marginale, recours à des dérivés climatiques⁵⁵.

[143] L'idée sous-jacente est que le rendement se trouve amélioré, en particulier en période de crise, par l'utilisation de ce type de produits. En effet, selon la théorie financière⁵⁶, pour un rendement attendu donné, plus le portefeuille est diversifié (au sens de décorrélé) et moins il sera risqué.

[144] De manière pratique, comme la mission l'a démontré dans le rapport à destination de la CRPN, la diversification ne peut suffire à elle seule à justifier d'un investissement. Qui plus est, placer une fraction, même réduite, de son actif dans des actifs particulièrement risqués, bien que décorrelés, peut conduire à une augmentation globale du risque du portefeuille. La crise de 2008 a par ailleurs montré que les actifs que l'on pensait être décorrelés ou peu corrélés aux actifs traditionnels n'ont pas joué leur rôle : la corrélation a tendance à augmenter - et souvent de manière très significative - en période de crise.

[145] La proposition faite par la mission d'appliquer les mêmes règles aux actifs qu'ils soient détenus en direct ou au travers de fonds devrait réduire ce problème. En tout état de cause, la mission n'estime pas opportun d'autoriser la détention des actifs utilisés dans ce cadre.

Recommandation n°15 : Ne pas prévoir des poches de « décorrélation » en tant que telles : la seule notion de diversification ne saurait justifier à elle seule la réalisation d'un investissement au risque de permettre n'importe quelle acquisition.

4.2 Les portefeuilles contiennent des instruments complexes et risqués que les caisses maîtrisent mal

4.2.1 Les obligations convertibles

[146] Les obligations convertibles, même simples (voir annexe 9), comprennent par définition une option de conversion qui devrait être décrite en annexe aux comptes.

⁵⁵ Les dérivés climatiques sont des instruments délivrant des flux (payeurs ou receveurs) dépendant de la réalisation d'un aléa climatique en un lieu donné : vitesse du vent, température, présence de neige ou de brouillard, etc.

⁵⁶ En particulier la théorie du portefeuille sur laquelle se fonde le modèle de MARKOWITZ.

- [147] Plusieurs situations se présentent selon les caisses :
- les obligations détenues par la caisse étaient « dans la monnaie » (comportement actions) lors de leur acquisition et sont aujourd'hui « hors la monnaie » (c'est-à-dire avec un comportement obligataire), voire très hors la monnaie. Elles présentent généralement une option permettant, sous conditions, à l'émetteur de rembourser par anticipation l'obligation convertible, qui pourrait donc être exercée ;
 - les engagements donnés et reçus peuvent être plus complexes, une obligation AXA détenue par la CARMF autorisant son émetteur à reporter le paiement des coupons en échange d'une augmentation de leur taux pendant la période de report. Il s'agit là d'un engagement donné par la caisse présentant, pour le moins, des difficultés particulières de valorisation ;
 - inversement, la caisse peut avoir reçu un engagement de remboursement anticipé : une obligation AIR FRANCE pouvait ainsi être remboursée à des dates prévues à l'avance (option bermudéenne) sur demande du porteur, qui a d'ailleurs exercé cette option.
- [148] Ces instruments posent principalement deux types de problèmes :
- des difficultés de valorisation à cause de la présence d'options ;
 - la possibilité de contourner la réglementation en matière de dispersion.

4.2.2 Les obligations structurées

- [149] 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-jacent⁵⁷ à différentes maturités.
- [150] 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.
- [151] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN.
- [152] 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 respecter les conditions formelles précisées à l'article R. 623-5 du même code. Il peut également s'agir de fonds communs de titrisation, dont la détention directe est interdite par le code de la sécurité sociale (mais autorisée par le règlement financier de l'ARRCO et de l'AGIRC).
- [153] **Le recours à des produits structurés ou titrisés peut poser des problèmes de compétences, notamment en termes de valorisation et de compréhension du produit. Leur utilité en termes d'adossement actif-passif est loin d'être évidente alors même que les risques encourus sont particulièrement élevés.**
- [154] 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 : la quasi-totalité des obligations structurées détenues par les caisses soumises à des contrôles sur place étaient cotées à la bourse du Luxembourg et avaient fait l'objet de volumes d'échange nuls depuis leur émission.

⁵⁷ Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

- [155] Au cours de ses divers contrôles, la mission a pu noter que la plupart des organismes, à un moment ou un autre, ont acquis, le plus souvent via des OPCVM, de tels produits (CDO⁵⁸, swaps de variance⁵⁹, autocallables⁶⁰, produits structurés plus complexes) dans des proportions variables allant du négligeable à des proportions de l'ordre de 10 % de la totalité des actifs financiers de l'organisme en question.
- [156] À de rares exceptions, ces produits ne respectent pas les critères d'admissibilité mentionnés à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale et ne pourraient être détenus en direct. Pourtant, des caisses classent – à tort – ce type de produits comme des obligations relevant du 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, c'est-à-dire dans la même catégorie que les obligations assimilables du Trésor français de sorte qu'elles contribuent au quota de 34% de produits de taux imposé par la réglementation.
- [157] **Il est clair que le niveau de risque de ces produits est sans comparaison avec celui des OAT et que ce classement tire parti d'une faille de la réglementation mais ne correspond pas à son esprit qui est évidemment d'obliger les caisses à détenir au moins 34 % de produits de taux « classiques ».**

4.2.3 Les instruments financiers à terme

- [158] Les RCO contrôlés détiennent souvent des OPCVM qui ont recours à des produits dérivés dans un but de pure spéculation ou de surexposition.
- [159] Ces produits ne seraient pas éligibles à une détention en direct pour ce qui est des organismes soumis au respect des règles énoncées par le décret de 2002. 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 reconnus⁶¹ et utilisés dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement.
- [160] Encore une fois, l'interprétation faite du décret conduit les organismes à détenir des produits qui présentent des risques importants puisqu'ils visent non la couverture de risque mais au contraire une exposition au risque dont on espère qu'elle apportera un rendement supplémentaire.

⁵⁸ Un CDO est une structure de titrisation d'actifs financiers. Pour mémoire, la titrisation est la technique de gestion qui consiste à créer une société ad-hoc, que l'on appelle special purpose vehicle (SPV), et qui va :

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

⁵⁹ Voir encadré *supra*.

⁶⁰ Les produits *autocallables* sont des produits structurés – généralement commercialisés sous forme d'EMTN – s'apparentant à des obligations dont le versement des coupons et le remboursement du principal sont soumis à conditions. Ces conditions sont liées à l'évolution d'un ou de plusieurs indices de marché. L'appellation *autocallable* prend son origine dans la possibilité d'un remboursement anticipé à certaines dates convenues lors de la signature du contrat.

⁶¹ Les marchés reconnus sont, au sens du code monétaire et financier, 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.

- [161] L'utilisation de produits dérivés dans ces conditions est particulièrement risquée en raison de l'effet de levier permis. Les fonds ayant recours à ces instruments peuvent s'exposer à des risques pour des montants dépassant la valeur même du fonds. Il est ainsi possible de lire dans de nombreuses conventions de gestion des fonds dédiés des stipulations telles que : « *les produits dérivés sont autorisés dans la limite de 100 % de l'actif afin d'assurer la couverture mais dans également dans le but de s'exposer à des secteurs d'activité, des actions, des devises ou des indices de marché. [Les dérivés] peuvent être négociés sur des marchés réglementés ou organisés, français ou étranger, ou de gré à gré* ».
- [162] Signalons que dans les cas où ces derniers gagneraient à être utilisés (afin de couvrir le risque de change par exemple qui doit être limité à 10 % de la valeur des placements d'une caisse en vertu du décret de 2002), on peut souvent lire dans les conventions de gestion que « *le degré d'exposition au risque de change sera laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités* ».
- [163] L'emploi d'instruments dérivés implique également 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 investi⁶².
- [164] 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. En effet, lorsque les prospectus des fonds sondés par la mission prévoient 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, ce que prévoit pourtant le décret n°2002-1314 pour les actifs détenus en direct.

4.2.4 Les matières premières et droits à polluer

- [165] L'investissement en matières premières (et en droits à polluer) pose des problèmes particuliers, jamais traités par les caisses qui en détiennent :
- s'agissant du sous-jacent physique, des problèmes de stockage et de livraison particuliers se posent (mauvaise exécution d'ordres, risque de vol pour les matières précieuses ou de détournement pour les hydrocarbures, risque géopolitique et macroéconomique etc...) ;
 - on observe au demeurant que les sous-jacents physiques sont essentiellement échangés au travers d'instruments financiers à terme⁶³, avec l'ensemble des particularités que comprennent ces marchés et qui sont décrites *supra* ;
 - les marchés de matière première sont par ailleurs particulièrement susceptibles de faire l'objet de manipulations de cours par les producteurs : un producteur peut être tenté de bénéficier d'une hausse artificielle des prix par le biais d'une non utilisation d'un nombre limité de moyens de production (cf. les quotas de production des pays de l'OPEP) ;

⁶² En théorie, le risque n'est pas supporté par le porteur de parts du FCP (Comofi, art. L. 214-8-5) ou d'actions de SICAV (Comofi, art. L. 214-7 et L. 214-7-3 et CCom., art. L. 225-1). Les pertes se limitent à l'intégralité du capital investi et ne peuvent aller au-delà.

⁶³ Environ deux tiers des échanges de gaz naturel, plus de 80% des échanges d'électricité et 90% des échanges de droits à polluer en volume (source : Colloque du Conseil scientifique de l'AMF – La financiarisation des marchés de matières premières : quels enjeux pour les régulateurs ? – contribution de la Commission de régulation de l'énergie – 6 mai 2011).

- les marchés de matières premières sont par ailleurs particulièrement volatils, ce qui est compris par certaines caisses comme un moteur de croissance des performances de leur portefeuille, mais qui devrait surtout être lu comme un facteur de risque.

[166] Au total, les marchés de matières premières présentent des risques particuliers :

- de type systémique : la défaillance d'un opérateur de marché peut entraîner la coupure de l'approvisionnement en gaz ou en blé d'une population entière ;
- d'abus de marché, notamment en matière de manipulations de cours et d'abus de position dominante ;
- de dysfonctionnements de marché, la régulation n'étant souvent qu'embryonnaire sur ce type de produits ;
- d'image, en particulier pour les organismes détenant des matières premières agricoles ;
- d'adossement actif / passif, l'intervention d'une caisse de retraite sur ce type de marché ne pouvant guère s'expliquer par une contrainte de ce type.

[167] Ces éléments plaident pour que les caisses de sécurité sociale s'abstiennent d'intervenir sur les marchés de matières premières.

4.2.5 Les fonds communs de placement à risque

[168] Les placements sous forme de fonds communs de placement à risque (FCPR) sont le reflet d'une volonté d'investir dans ce qu'on appelle communément le capital risque. Pour les caisses dont l'activité de placement est soumise au décret de 2002, ces investissements relèvent de la sixième catégorie de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale et sont limités à une proportion de 5 % du total des placements.

[169] Un FCPR est un OPCVM dont le gérant n'a qu'une seule obligation légale : investir plus de 50 % de l'actif du fonds dans des sociétés non cotées⁶⁴. Les capitaux sont donc destinés à financer des entreprises non cotées et le plus souvent de création récente.

[170] Le souscripteur d'un FCPR s'engage sur une durée généralement comprise entre 10 et 12 ans et ne peut racheter ses parts avant la date fixée au contrat.

[171] D'un point de vue pratique, comme en conviennent les caisses contrôlées par la mission et ayant souscrits de tels fonds, un investissement en FCPR est fondé sur la relation de confiance entretenue par la caisse avec sa société de gestion. Les modalités de sélection des entreprises non cotées ne sont pas précisément connues et c'est ainsi un « chèque en blanc » qui est fait au gérant.

[172] Ces deux dernières caractéristiques font des FCPR un outil peu liquide et particulièrement opaque dont le recours doit être limité et dont les risques doivent être suivis : le recours à des instruments opaques et complexes – et notamment l'investissement en actions ou obligations non cotées – doit être envisagé avec la plus grande prudence en gardant à l'esprit que l'objet social de l'organisme est le service des pensions des affiliés avant d'être le financement de l'économie française.

4.2.6 La gestion alternative

[173] 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.

[174] Les organismes contrôlés par la mission investissent une part non négligeable de leurs actifs dans des OPCVM utilisant des techniques de gestion dites alternatives (plus connus sous leur dénomination anglaise : *Hedge Funds*).

⁶⁴ Article L. 214-28 du code monétaire et financier.

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

Encadré : quelques exemples de stratégies de gestion alternative

Long-Short Equity⁶⁵ : Stratégie consistant à prendre aussi bien des positions acheteuses que vendeuses sur des actions. Généralement, la stratégie se traduit par l'achat d'un titre et la vente d'un (ou d'une certaine quotité d'un) autre. Le pari est gagnant si le titre acheté s'apprécie par rapport au titre vendu et perdant dans le cas contraire. L'objectif est de réduire l'exposition à des mouvements d'ensemble du marché tout en prenant une position directionnelle en fonction des anticipations sur tel ou tel titre. Une telle stratégie permet un effet de levier fort dans la mesure où l'achat d'1 M€ d'actions d'une société A peut être financé par la vente d'1 M€ d'action d'une société B.

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

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

Managed futures : Prise de position avec effet de levier essentiellement sur les marchés de futures⁶⁶.

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.

Source : IGAS.

[176] Les fonds mettant en œuvre des stratégies dites de gestion alternative ont vocation à réaliser des performances décorrélées des marchés. En simplifiant à l'extrême, il est possible de décrire l'idée sous-jacente comme la mise en place de stratégies « d'arbitrage ». Toutefois, il ne faut pas entendre ce mot au sens classique du terme car, le plus souvent, il ne s'agit pas de profiter d'écarts évidents de cotations. Par exemple, il y a tentative « d'arbitrage » et de décorrélation du marché lorsque l'on parie qu'une action va afficher une meilleure performance qu'une autre : on peut alors acheter la première et vendre (à découvert) 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.

⁶⁵ « Être long » est un anglicisme exprimant le fait de détenir une position acheteuse. Inversement, « être short » signifie avoir vendu à découvert. Le terme *equity* désigne ici les actions.

⁶⁶ Traduire par contrat à terme en français. Ce sont des produits dérivés.

- [177] De telles stratégies se fondent sur les anticipations discrétionnaires du gérant ou sur des modèles mathématiques. Elles 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 : en cas de mauvaises anticipations, les pertes peuvent être considérables, comme le démontrent les faillites du fonds LTCM en 1998, ou encore celle du fonds AMARANTH en 2006 (qui affichait une perte de plus de 6 milliards de dollars et dont l'essentiel du portefeuille était placé en dérivés sur le gaz naturel, produit dont la volatilité est très importante).
- [178] Un des problèmes majeurs de ces fonds est leur manque de transparence. Cela constitue un point essentiel de leur stratégie d'investissement : selon eux, si leur stratégie était dévoilée, tous les investisseurs pourraient profiter de l'expertise et des outils « complexes » développés pour repérer les incohérences de marché, réduisant les gains des fonds et les menaçant de disparition. 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.

4.2.7 La pierre papier

- [179] Certaines caisses ont fait part de leur souhait de voir évoluer la réglementation dans un sens leur permettant d'investir dans des OPCV (voir encadré *supra*). L'IRCANTEC, qui maîtrise la réglementation qui lui est applicable, l'a d'ailleurs amendée en ce sens afin de loger l'ensemble des actifs immobiliers qu'elle détient au sein d'un OPCV.
- [180] L'attrait pour ce type de produits est généralement justifié par le fait que ce véhicule est privilégié par les acteurs de marché et que, par conséquent, une part croissante des émissions de produits immobiliers se fait sous cette forme.
- [181] Ces produits peuvent toutefois être d'une nature bien différente de l'immobilier au sens généralement compris d'immeuble de bureau ou d'habitation. Certains de ces produits comprennent des actifs immobiliers qui apparaissent particulièrement risqués, voire en fort décalage avec la perception que l'on peut communément avoir des investissements immobiliers, comme le montre l'extrait suivant du procès-verbal du conseil d'administration d'une caisse contrôlée (dans ce cas particulier la proposition a au demeurant été finalement repoussée) : hôtels, parkings, stations service, établissements de santé...

Schéma 2 : Proposition d'investissement reçu par une caisse

	<u>EUROPEAN ADDED VALUE FUND (EAVF)</u>	<u>REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND II (REPE 2)</u>	<u>ALTERNATIVE PROPERTY INCOME VENTURE (APIV)</u>
Montant du fonds	150 M€ à 250 M€	150 M€	> 1 Md€
Souscription minimum ou engagement	10 M€	10 M€	20 M€
Durée	7 ans + 2	6 ans + 2	à décider par les fondateurs
TRI envisagé	12%	15%	13% (distribution entre 7 & 10%)
Niveau emprunt max	60%	75%	70%
Structure juridique	Droit Anglais	Droit Luxembourgeois	Droit Anglais ou Luxembourgeois
Marchés ciblés	Europe de l'Ouest Immeubles France (32,5%) Italie (15%) Espagne (15%) etc Bureaux (entre 30 & 60%) Locaux industr. (20 à 40%) Commerces (10 à 30%)	Majorité Europe d'Ouest Parts de sociétés selon opportunités tous secteurs y compris hôtels et établissements de santé	Europe d'Ouest (un peu d'Europe Centrale) Immeubles à risque (non classiques) Maisons de retraite Centres de loisirs Centres hébergement étudiants Entrepôts, Stations service Parkings
Limitation des risques	- l'investissement dans un pays ne peut être > à 40% - l'investissement dans un secteur ne peut être > à 60% - aucun bien > à 20% - aucun locataire > 15% - au moins 50% d'emprunt taux fixe	- aucun bien > à 20%	- investissement non Euro pas > 25% - un pays pas > 40% total portefeuille - 20% mini dans secteurs principaux - aucun bien > 15% total portefeuille - aucun locataire > 15% total portefeuille - rénovation pas > 25% prix bien

Source : Procès-verbal du conseil d'administration du 17 juin 2006 d'une caisse contrôlée.

[182] La mission a également observé des cas d'investissement dans des instruments de droit étranger (britannique et luxembourgeois notamment) bénéficiant du passeport européen⁶⁷. Ces instruments sont pourtant soumis à un corpus réglementaire généralement inconnu des caisses (et parfois sensiblement différent des règles françaises). En outre, ces instruments peuvent permettre des opérations interdites dans le cadre des OPCI français, comme l'utilisation sans encadrement de l'effet de levier (par un recours à l'endettement) ou l'empilement de structures financières *ad hoc* opaques.

Encadré : les organismes de placement collectif immobilier (OPCI)

Les OPCI ne sont pas juridiquement des OPCVM si bien que leur détention n'est pas autorisée pour les caisses relevant du décret n°2002-1314.

Un OPCI est fonds immobilier dont la constitution est agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Son objet réside dans la distribution aux porteurs de parts ou aux actionnaires, de revenus provenant de la gestion d'un patrimoine immobilier, soit qu'il en ait la propriété directe, soit qu'il détienne des parts de sociétés civiles immobilières (SCI). Il peut aussi investir en

⁶⁷ CSS, art. R. 623-7.

acquérant des valeurs telles que des **actions, des obligations ou encore participer au capital d'OPCVM.**

Son actif doit se trouver composé de seulement **60 % d'investissements à caractère immobilier.** L'OPCI doit détenir au moins 10 % d'actifs liquides pour pouvoir faire face aux demandes de retraits formulées par ses porteurs de parts.

Les OPCV ont pour objet l'investissement dans des immeubles, exclusivement en vue de leur location. Ils peuvent acheter des immeubles existants, neufs et anciens, ou en état futur d'achèvement. Mais, à la différence des SCPI, ils peuvent aussi faire construire et, sous certaines conditions, détenir des immeubles par le biais de sociétés, et non seulement en direct.

Plus généralement, ils peuvent réaliser toutes les opérations nécessaires à l'usage des immeubles ou à leur revente, faire des travaux de toute nature dans ces immeubles, notamment les opérations afférentes à leur construction, leur rénovation et leur réhabilitation en vue de leur location. Seule restriction, les actifs immobiliers ne peuvent être acquis exclusivement en vue de leur revente : les OPCV ne doivent pas se comporter en marchands de biens.

L'originalité majeure des OPCV réside dans la **faculté d'emprunt** qui leur est laissée. Différence essentielle par rapport aux SCPI, les OPCV peuvent emprunter pour acquérir leurs immeubles, dans la limite de 40% de la valeur des actifs immobiliers. Il leur est également permis de procéder à des emprunts d'espèces dans la limite de 10% de la valeur de leurs actifs financiers.

La réglementation des OPCV se veut également protectrice pour l'épargnant. Le retrait brutal d'un investisseur institutionnel détenant une forte participation dans l'OPCI pouvant provoquer une crise de liquidité ou déstabiliser fortement la valeur des parts de l'OPCI, il est prévu **un mécanisme de suspension des rachats.** Lorsqu'un porteur ou actionnaire détenant plus de 20 % d'un OPCV demande le rachat de ses parts ou actions au-delà d'un seuil, ce rachat peut être suspendu dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF.

Source : IGAS.

[183] Globalement la mission estime que la détention de ces actifs n'est pas nécessaire à l'accomplissement de la mission principale des organismes de retraite complémentaire. Elle constate aussi que les caisses ne disposent souvent pas des compétences internes leur permettant de les acquérir en direct ou de maîtriser l'action des fonds qui le font pour elles.

Recommandation n°16 : Adopter une position prudentielle en n'autorisant pas la détention d'OPCI ni d'OPC équivalents européens ; à défaut, limiter drastiquement leur proportion dans le total des placements des caisses.

4.3 Les placements réalisés exposent les caisses à des risques, notamment de change, non maîtrisés

[184] La même interprétation du décret de 2002 conduit les caisses à s'exposer à des risques de change au-delà de ce que prévoit la réglementation et à des placements dans des pays émergents qui ne seraient pas éligibles à une détention en direct. Ces risques ne sont, par ailleurs, pas mesurés ni maîtrisés par un contrôle interne adéquat.

4.3.1 Les caisses acceptent une exposition au risque de change supérieure à 10 % de leur portefeuille

- [185] La réglementation prévoit (article R. 623-3 du code de la sécurité sociale) que le portefeuille total d'une 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 : les caisses sont engagées à verser des rentes en euros, les actifs financiers permettant de payer ces rentes et de couvrir les régimes doivent donc être eux aussi investis en euros afin de limiter le risque induit par les conversions de devises sous l'effet des variations des taux de change.
- [186] L'interprétation faite du décret conduit les organismes à ne pas intégrer cette contrainte de congruence qui n'est ni acquise ni pleinement vérifiable en absence d'encadrement de l'exposition correspondante.
- [187] En effet, si les OPCVM souscrits par les caisses sont le plus souvent libellés en euros ou en dollars américains, les stratégies des gérants sont à même d'induire une exposition au risque de change au sein même du fonds. Par exemple les 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 (euro ou dollar américain). Même dans le cas d'un fonds libellé en dollars, présentant donc déjà 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 lesquels les investissements sont faits.
- [188] Les investigations menées montrent le choix de l'ensemble des caisses de la CNAVPL et, de manière marginale, des fédérations ARRCO et AGIRC, d'intervenir dans de tels fonds investissant dans des actions ou obligations dont les contreparties sont des États ou entreprises situés dans les pays émergents. Les actions et obligations sous-jacentes sont libellées en devises locales. À titre d'exemple, sont listés ci après quelques pays que l'on peut retrouver dans les prospectus et conventions de tels fonds : Argentine, Belize, Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, République Dominicaine, Équateur, Égypte, Hongrie, El Salvador, Gabon, Géorgie, Ghana, Inde, Indonésie, Israël, Irak, Jamaïque, Kazakhstan, Liban, Corée, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela, Vietnam, Pays du Golfe... Certaines conventions précisent même que les OPCVM peuvent investir dans les actions des pays non inclus dans ces listes, pourtant larges, notamment les pays dits frontaliers.
- [189] Il est important de souligner 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 au marché des taux locaux (obligations et créances) et au marché des devises.
- [190] 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 qui n'est pas pris en compte dans le contrôle interne.
- [191] Chaque caisse devrait ainsi être en mesure de suivre par transparence son exposition à chaque devise et de vérifier la part des actifs exprimés en devises étrangères dans le portefeuille global. Cette recommandation nécessite pour être suivie que les caisses soient en capacité d'analyser les fonds par transparence, quand bien même les fonds investissent dans d'autres fonds.

Recommandation n°17 : Ne pas s'exposer aux risques de change au-delà de ce que la réglementation permet en appliquant le principe de transparence.

Recommandation n°18 : Identifier, mesurer et suivre le risque de change dans le cadre du contrôle interne.

4.3.2 Elles s'exposent aussi à des investissements dans les pays émergents

[192] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 établit 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.

[193] Tout comme pour l'exposition aux devises, il apparaît nécessaire de suivre par transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique et de vérifier la part de ces actifs dans le portefeuille global.

4.4 Les caisses contrôlées détiennent entre 0 et 40 % d'actifs non admissibles à une détention en direct

[194] Appliquant une approche prudentielle et considérant que les risques pris ne disparaissent pas par l'adjonction d'un intermédiaire financier tel qu'un OPCVM, la mission a chiffré, pour chacune des caisses contrôlées, le montant et le pourcentage des actifs non admissibles à une détention en direct.

Tableau 6 : Actifs détenus non admissibles à une détention en direct

Caisse	Montant (M€)	% des actifs en valeur nette comptable
CRPN	208,0	7%
CARMF	1 200,0	40%
CAVP	981,5	16%
CRN	450,0	33%
Fédération AGIRC	0,0	0%
Fédération ARRCO	0,0	0%
IRCANTEC	0,0	0%

Source : Rapports de contrôle.

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

[196] L'application du principe de transparence fait ressortir plusieurs causes de non admissibilité :

- exposition au risque de change ;
- exposition aux pays émergents (hors OCDE) ;
- investissement dans des actifs prohibés, notamment les matières premières ou les quotas d'émission de gaz à effet de serre ;
- utilisation d'opérations prohibées : mises et prises en pension ; emprunts et prêts de titres ou d'espèces ;

- exposition aux produits dérivés, en ce compris la structuration sous forme d'EMTN.

[197] Au vu des masses financières en jeu, la mission dans ses contrôles sur place a concentré ses efforts sur les OPCVM dédiés. En effet, l'analyse en transparence des OPCVM ouverts (12,5 % des placements des RCO en valeur de réalisation fin 2011) est susceptible d'accroître la proportion des actifs dont la détention directe ne serait pas autorisée.

4.5 Les caisses soumises au CSS présentent des imputations erronées dans les catégories du décret n°2002-1314 ce qui peut les conduire à ne pas respecter les règles de dispersion

[198] La mission a noté des imputations erronées dans les catégories du décret, limitant le respect des règles de dispersion par les caisses.

[199] Des OPCVM ayant recours à des instruments dérivés dans un but d'exposition ou de couverture sont à tort comptabilisés en catégorie 5 alors que celle-ci ne doit comporter que des OPCVM investissant uniquement en actifs relevant des n°1, 2, 3 et 4 du décret, ce qui exclut les dérivés. Ces imputations mettent en cause la fiabilité du respect de l'obligation selon laquelle la partie « obligataire » doit représenter au moins 34 % du total des placements.

[200] La catégorie 4 du décret contient dans certaines caisses des titres qui n'y sont pas admissibles, ce qui augmente indument la part « obligataire » et donne en conséquence une image non fidèle de la proportion investie en titres de taux.

[201] Plusieurs caisses comptabilisent des EMTN qu'elles détiennent en catégorie 2 de l'article R.623-3 du code de la sécurité sociale « *Obligations, parts de fonds communs de créances tels que définis à l'article L. 214-43 du code monétaire et financier, et titres participatifs tels que définis à l'article L. 213-32 du code monétaire et financier admis aux négociations sur un marché reconnu autres que [souverains ou sous-souverains de l'Espace économique européen]* ». Ce classement ne paraît pas adéquat à la mission.

[202] En effet, une lecture stricte des dispositions du code de la sécurité sociale conduit à conclure à leur non admissibilité pure et simple. Il est possible, en se référant à l'assimilation faite, dans son rapport annuel de 2005, par l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), de considérer les EMTN⁶⁸ comme des BMTN. Cela aurait pour conséquence de rendre applicables les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale qui prévoient notamment une clause de liquidité (sans que cette clause dépende des conditions de marché) et une double valorisation indépendante, ce qui n'est en pratique presque jamais le cas.

[203] Il apparaît en effet qu'aux termes des dispositions du code monétaire et financier :

- « les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale » (Comofi, art. L. 213-5). Leurs règles d'émission sont celles prescrites aux articles R. 228-57 à R. 228-86 du code de commerce (articles auxquels renvoie l'article R. 213-15 du code monétaire et financier) ;
- « les titres de créances négociables sont des titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance » (Comofi, art. L. 213-1) et que parmi ces titres de créance négociables, on trouve « les bons à moyen terme négociables, d'une durée initiale supérieure à un an, émis par l'ensemble des émetteurs mentionnés à l'article L. 213-3, à l'exception [des l'États] ».

⁶⁸ On observe que les sociétés d'assurance classent spontanément ce type de produit comme des BMTN et non comme obligations non souveraines admissibles en application du 2° de l'article R. 332-2 du code des assurances.

- [204] L'émission d'obligations est soumise à un formalisme précisé dans le code de commerce (publicité des conditions de l'offre ou assemblée générale des obligataires, par exemple) qui est très allégé dans le cadre de l'émission de BMTN : ceux-ci constituent un programme souple d'émission de titres de créances au gré de l'émetteur. L'EMTN ne peut en aucun cas être assimilé à une obligation et devrait donc être considéré comme un BMTN.
- [205] Au total, il apparaît nécessaire que soit produit un tableau présentant la ventilation des placements selon les catégories réglementaires applicables et présentant le respect des règles de dispersion.
- [206] Afin d'assurer la qualité des données, il serait utile de l'inclure dans les documents certifiés par les commissaires aux comptes à l'instar de ce qui a été fait pour le compte emplois ressources des associations faisant appel à la générosité publique.

Recommandation n°19 : Inclure le tableau de ventilation des placements dans les documents certifiés par le commissaire aux comptes à l'instar de ce qui est fait pour le compte emplois ressources dans les associations faisant appel à la générosité publique

4.6 Des cas limités d'investissements directs dans des actifs non admissibles

- [207] Les contrôles font apparaître la détention directe d'actifs non admissibles.
- [208] Certains fonds immobiliers ne sont pas admissibles puisque n'ayant pas un objet purement immobilier. C'est par exemple le cas à la CARMF, qui a investi dans des fonds immobiliers qui ne respectent pas les dispositions du 10° de l'article R. 623 2 du code de la sécurité sociale (pour des montants de l'ordre de 52 M€).
- [209] Il en va de même de la CAVP et du RSI qui disposent de bien forestiers. D'ampleur limitée à la CAVP, ces derniers représentent 8 M€ au RSI.
- [210] La CARMF a acquis en 2012 pour un montant de 62 M€, un vignoble dénommé « Château Monbousquet » (Saint Émilion grand cru) sis sur la commune de Saint-Sulpice de Faleyrens. L'admissibilité de ce bien apparaît discutable en raison de son caractère non exclusivement immobilier (détention de marques).
- [211] La mission ne voit aucune raison justifiant la modification de la réglementation relative à la détention de fonds immobiliers qui n'ont pas un objet purement immobilier.
- [212] L'acquisition de vignobles ou de produits fondés sur le vin est une mode récente. La pertinence de la détention de ce type d'actif au regard des besoins du passif reste à démontrer, et les difficultés particulières de gestion (baux ruraux, réglementation particulière etc...) incitent à la prudence.
- [213] S'agissant des forêts, la réglementation semble avoir été particulièrement marquée par la tempête de 1999. Même si la mission ne recommande pas particulièrement ce type de placement, elle ne peut en justifier l'interdiction totale et ne serait pas opposée à autoriser leur détention sous réserve d'une assurance contre l'incendie ou la maladie et dans des limites très restreintes.

5 LES MODALITES DE GESTION NE SONT PAS A LA MESURE DES SOMMES GEREES ET DE LA COMPLEXITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS UTILISES

[214] La tutelle, mais surtout les régimes complémentaires obligatoires eux-mêmes, n'ont pas mis en place une organisation à la hauteur des sommes gérées et de la complexité des instruments financiers utilisés.

5.1 La tutelle ne joue pas son rôle de définition des modalités de placement

[215] La mission n'a pas audité le fonctionnement de la tutelle (bureau 3C de la direction de la sécurité sociale), ni le rôle de la mission nationale de contrôle qui ne sont pas traités dans ce rapport.

[216] Elle n'a pas noté dans les organismes contrôlés que la tutelle avait été en mesure d'empêcher les dysfonctionnements constatés, ce qui n'exonère en rien les organismes concernés de leur responsabilité première.

[217] Les constats faits *infra* rendent nécessaire la définition des modalités d'un contrôle permanent pour lequel il sera fait des propositions en fin de rapport. Un audit du bureau 3C de la direction de la sécurité sociale et du fonctionnement de la Mission nationale de contrôle et d'audit de la sécurité sociale (MNC) pourrait être envisagé afin de mieux proportionner les propositions aux différentes missions du bureau pour lequel les placements sont un sujet important mais pas unique.

5.1.1 Certains textes réglementaires n'ont jamais été pris

[218] La mise en place de limites par catégorie et par émetteur – telles que l'obligation de détenir au moins 34 % d'obligations ou de limiter la part d'un même émetteur à 5 % – nécessite des règles de valorisation des actifs afin de pouvoir s'assurer du respect des différents ratios. Les modalités d'évaluation des placements sont prévues à l'article R. 623-10-2 du code de la sécurité sociale qui énonce que « *des arrêtés conjoints du ministre chargé de l'économie et du ministre chargé de la sécurité sociale fixent les modalités d'évaluation des placements mentionnés à l'article R. 623-3, ainsi que les formes dans lesquelles il est fait chaque année au ministre chargé de la sécurité sociale et au ministre chargé du budget un rapport sur les placements* ».

[219] Les arrêtés en question n'ayant jamais été pris, les modalités d'évaluation des placements varient d'une caisse à l'autre et notamment, certaines caisses utilisent la valeur nette comptable alors que d'autres utilisent des valeurs de réalisation.

[220] En la matière, la comparaison avec les organismes assureurs relevant du code des assurances, du livre II du code de la mutualité et du livre IX du code de la sécurité sociale est intéressante dans la mesure où l'encadrement des placements suit une logique comparable à celle du décret de 2002. Ces trois codes prévoient l'utilisation de la valeur nette comptable. Cette dernière présente l'avantage de ne pas contraindre les organismes à vendre des actifs dépassant les plafonds autorisés suite à une appréciation de leur valeur et de ne pas inciter à l'achat d'actifs dont la valeur se déprécie. En effet, si l'on examine l'exemple d'un organisme fortement investi en immobilier et en actions, on constate que si l'immobilier s'apprécie et les actions chutent en bourse, des règles de dispersion fondées sur la valeur de réalisation conduisent à vendre une part de l'immobilier pour acheter des actions.

- [221] Les arrêtés définissant les règles de valorisation ne sont pas les seuls textes manquants. L'article R. 623-10-3 posant le principe de l'élaboration d'un règlement financier précise que ce règlement doit comporter un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement. Ce document doit notamment indiquer 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 supposée être 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. L'arrêté en question n'a pas été pris.
- [222] Enfin le texte comporte des renvois non pertinents vers le code monétaire et financier. En effet, le décret de 2002 autorise la détention d'OPCVM dans trois cas. Dans deux de ces cas, la nature juridique des OPCVM doit être conforme aux dispositions de l'article R. 623-6 qui renvoie à l'article L. 214-27 du code monétaire et financier. Le dernier cas traite la question des FCPR : non admis au titre de l'article R. 623-6, ils le deviennent par l'article R. 623-3.
- [223] La référence à l'article L. 214-27 du code monétaire et financier implique que les OPCVM réservés à certains investisseurs ne sont pas admis ce qui est pour le moins surprenant dans la mesure où les caisses, comme tout investisseur institutionnel, ont massivement recours aux fonds dédiés. Une lecture littérale du code de la sécurité sociale amène ainsi à considérer que les OPCVM dédiés ne sont pas admissibles. Ces derniers représentent pourtant, en moyenne, 70 % des placements des caisses. Avant la mission, ni les caisses ni la Direction de la sécurité sociale n'avaient identifié ce problème.

Recommandation n°20 : Prendre les arrêtés définissant les règles de valorisation des placements, la forme du rapport fait par les organismes et la périodicité de l'expertise de l'activité extérieure par un organisme spécialisé extérieur.

Recommandation n°21 : Revoir les renvois faits au code monétaire et financier.

5.1.2 Les règles en matière de gouvernance sont insuffisamment précises

- [224] En matière de gouvernance, le décret de 2002 prévoit la création d'une commission financière. Son rôle est d'appuyer le conseil d'administration dans la définition et la mise en œuvre d'une politique de placement. L'article R. 623-10-4 dispose 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* ».
- [225] L'article en question pose également le principe de la réalisation d'études actuarielles et financières : « *ce rapport [cf. supra] s'appuie 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. À 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 présent chapitre* ».
- [226] Cette formulation manque de clarté et de précision. En l'espèce, la nécessité d'un adossement des placements aux besoins des régimes n'est pas énoncée et les implications d'une telle contrainte ne sont pas explicitées alors même qu'il ne peut y avoir de véritable politique de placement en l'absence de telles considérations.
- [227] Le décret prévoit qu'un code de déontologie doit être inclus dans le règlement financier, sans en préciser le contenu. Là aussi, il serait pertinent de préciser le contenu attendu de ce code.

[228] Enfin s'agissant du contrôle interne, le décret ne prévoit pas de séparation entre suivi, exécution et responsabilité des transactions, ce qui pourrait être prévu dans une redéfinition de la gouvernance.

Recommandation n°22 : Repréciser les règles en matière de gouvernance, tant sur la finalité des études actuarielles (adossé actif-passif) que sur le contenu minimal du règlement financier.

5.1.3 Aucun dispositif de suivi de l'application de la réglementation n'est prévu

[229] Le décret de 2002 ne prévoit pas de *reporting* à la tutelle lui permettant aisément de prendre connaissance de la politique menée.

[230] La mission propose que chaque caisse ou section professionnelle élabore annuellement et transmette à la tutelle les éléments suivants :

- un état détaillé des placements sur le modèle de celui demandé par l'IGAS lors de ce contrôle (cf. annexe 3).
- un tableau ventilant les différents placements selon les catégories précisées par le décret de 2002 modifié ;
- un rapport « de solvabilité », sur le modèle de ceux fournis par les organismes assureurs à l'Autorité de contrôle prudentiel.

[231] Ce rapport aurait vocation à indiquer pourquoi, indépendamment de l'application de toute réglementation, l'organisme est en mesure, à moyen et à long terme, de faire face à l'ensemble de ses « engagements » et quelles sont les difficultés prévisibles. En la matière, une approche prospective intégrant l'adossé « actif-passif » est indispensable. L'attestation du respect de la réglementation ne peut être considérée comme suffisante. Le contenu de ce rapport serait précisé réglementairement et devrait contenir *a minima* les éléments suivants :

- la projection et l'analyse des flux d'encaissement et de décaissement ;
- la présentation et l'analyse des équilibres techniques prévisionnels ;
- les hypothèses utilisées ;
- les orientations définies en matière de placements (dont l'emploi des produits dérivés) ;
- les mesures et outils permettant d'apprécier les risques du portefeuille de placements ;
- la présentation et l'analyse des résultats.

[232] L'état détaillé des placements et le tableau de ventilation des actifs selon la nomenclature du décret de 2002 pourraient en outre faire l'objet d'une **publicité étendue**. En matière d'assurance facultative intervenant sur un secteur concurrentiel, dans un souci de transparence envers les assurés, le code des assurances prévoit que l'état détaillé des placements doit être communiqué à toute personne (et non aux seuls assurés) en faisant la demande⁶⁹.

[233] La mise en place de ces trois outils de *reporting* doit être particulièrement suivie les premières années afin de s'assurer que l'exercice est compris et réalisé de manière adéquate. L'expérience fournie par les organismes assureurs témoigne de l'intérêt de la mise en place d'un tel *reporting* pour la tutelle mais également pour les adhérents des caisses.

⁶⁹ « Les comptes annuels sont délivrés par l'entreprise à toute personne qui en fait la demande, moyennant le paiement d'une somme » (C. Ass., art. R. 341-8) ne pouvant dépasser 46 centimes et couvrant « la fourniture de l'état détaillé des placements lorsque celui-ci n'est pas inclus dans l'annexe aux comptes annuels » (C. Ass., art. A. 344-4).

- [234] À titre de comparaison, dans le domaine de l'assurance facultative, un rapport de solvabilité mal rédigé peut être un motif de sanction pouvant aller jusqu'à l'interdiction d'exercice : il s'agit d'un indice sérieux de défaut de compétence des dirigeants chargés de l'établir. Dans le cas d'une mutuelle ou union relevant du livre II du code de la mutualité, l'article L. 213-1 du code de la mutualité prévoit même des peines d'emprisonnement et d'amende pour tout président, administrateur et dirigeant qui n'établirait pas, pour chaque exercice, le rapport de solvabilité.

Recommandation n°23 : Mettre en place un reporting à la tutelle comportant un état détaillé des placements, un tableau ventilant les actifs selon les catégories du décret et un rapport de solvabilité.

5.2 Les organes délibérants n'assument pas toujours leur rôle de contrôle de la direction

- [235] L'intervention des organes délibérants est variable selon les organismes contrôlés. S'agissant du choix des actifs détenus elle peut varier sensiblement. L'intervention du conseil d'administration est le plus souvent très limitée et celle des administrateurs dépend du fonctionnement réel des commissions financières dont les traces écrites ne rendent pas forcément totalement compte.

5.2.1 Si les organes délibérants sont le plus souvent informés de la politique des placements, leur manque de formation ne leur permet pas une prise de décision éclairée

- [236] Les caisses disposent le plus souvent de deux instances qui traitent de la question des placements : le conseil d'administration et une commission *ad hoc* (commission financière, commission des placements, etc.). D'autres comités (qui sont le plus souvent des émanations des organes délibérants) sont parfois mis en place pour répondre à des besoins spécifiques ou permettre des décisions plus rapides. Le rôle de ces organes en matière de placements est précisé dans les règlements financiers des caisses, dont certains mériteraient à cet égard d'être remis à jour.

- [237] Le rôle de ces organes est ou devrait être prépondérant sur deux sujets : les modalités de la politique de placements (définitions et principes de mise en œuvre) ainsi que son suivi.

5.2.1.1 Les commissions des placements sont généralement informées sur la mise en œuvre de la politique de placement, mais l'information fournie est perfectible

- [238] De manière générale, le conseil d'administration ne joue qu'un rôle réduit en matière de placements mobiliers – les placements immobiliers étant au contraire toujours évoqués en conseil d'administration (voir *infra*) – et ne se saisit pas de cette question. Il débat peu du sujet et ne se prononce pas explicitement sur les principaux paramètres de la politique que sont le rendement espéré et le risque accepté. La commission des placements (ou commission financière) quant à elle se focalise le plus souvent sur la performance à court terme.

- [239] Malgré la diversité des caisses contrôlées, il ressort des examens sur pièces que le conseil d'administration et la commission de placements sont globalement informés des placements financiers, mais que cette information est perfectible.

- [240] Deux cas de figure se sont présentés lors des contrôles :

- certaines caisses sont noyées sous des informations techniques et jargonneuses (un exemple du contenu du dossier préparatoire fourni aux membres de la commission des placements est donné en annexe 8), dont la mission a jugé qu'elles ne permettaient pas

aux administrateurs de prendre des décisions éclairées, ces derniers n'étant pas en mesure de distinguer l'important de l'accessoire ;

- à l'inverse, d'autres caisses ne fournissent à leurs instances que des informations très générales sur les placements, comme des données macroéconomiques ainsi que la performance des fonds de l'institution, qui, si elles sont plus simples et donc plus facilement compréhensibles, ne permettent pas non plus de considérer que la décision des administrateurs est éclairée.

[241] De fait, les discussions sont rarement retracées dans les procès verbaux de réunion. Les rares fois où des comptes-rendus relatent des débats en matière financière, les sujets discutés apparaissent d'importance mineure au regard des enjeux pourtant soulevés.

5.2.1.2 Les administrateurs ne bénéficient que rarement d'une formation leur permettant d'appréhender les sujets qui leur sont présentés

[242] Globalement, les administrateurs sont peu⁷⁰ formés aux sujets comptables et financiers. Ils sont en général informés des principes et des modalités de gestion des placements au sein de leur caisse, mais disposent rarement d'une formation de base sur ce sujet : nature des instruments financiers, réglementation afférente, risques particuliers portés et mesures de ce risque (volatilité, VaR, autres indicateurs, etc.), pratiques de marchés... Les administrateurs des caisses ne peuvent certes pas tous être des spécialistes de la finance, mais ce manque d'un socle de formation minimale ne leur permet pas de porter un œil averti et critique sur la gestion des placements.

Encadré : les indicateurs de risque

Le risque est une notion difficile à cerner. Contrairement au rendement financier qui peut s'appréhender relativement facilement à l'aide de taux de croissance ou de perte, le risque est une notion versatile qui a nécessité le développement de nombreux indicateurs tant qualitatifs que quantitatifs.

Un indicateur de risque est destiné à appréhender le niveau et l'évolution des risques associés à un secteur, à une population, à des entreprises ou à un produit. Schématiquement, l'indicateur vise à donner une idée de l'ordre de grandeur du niveau et de la probabilité d'occurrence d'un événement considéré comme adverse.

Différents indicateurs de risque sont habituellement utilisés, dans le domaine bancaire et financier, dans le cadre de la défaillance des entreprises, du risque opérationnel ou encore dans la gestion des fonds d'investissement. Par exemple, la volatilité⁷¹, la VaR⁷², CTE⁷³, pire perte, temps de recouvrement sont des notions qui visent à quantifier le niveau de perte à un horizon temporel donné. Bien évidemment, le calcul de tels indicateurs quantitatifs se fonde sur une modélisation ou *a minima* sur un calcul statistique sur séries historiques, ce qui explique certaines de leurs limites ou approximations. Aussi, tout indicateur quantitatif doit être complété par des indicateurs qualitatifs (notations de crédit, exposition par zone géographique, par secteur économique, par contrepartie, par devise, par nature d'actifs, ...). Il est fondamental de prendre conscience que le pré-requis à l'évaluation des risques et à

⁷⁰ La CRN propose aux nouveaux administrateurs, une formation externalisée de deux jours, l'un sur la gestion de portefeuille et l'autre sur les techniques actuarielles.

⁷¹ Ecart type des log-rendements.

⁷² La VaR (de l'anglais *value at risk*) est une notion utilisée pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille d'instruments financiers. Elle correspond au montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné.

⁷³ Complétant la notion de VaR, la Conditional Tail Expectation est la valeur moyenne de la perte mesurée dans les cas où la VaR est dépassée.

leur quantification est une cartographie des risques visant à identifier l'ensemble des phénomènes auxquels l'organisme est soumis. Il est délicat de mesurer ce qui n'a pas été identifié. Le risque de modèle, particulièrement important pour la VaR, ne doit pas être omis.

In fine, la quantification des risques est un objectif difficile à atteindre. C'est sans doute la raison pour laquelle les institutions financières tentent d'appréhender cette notion par le biais du faisceau d'indices que constitue l'ensemble des indicateurs (tant qualitatifs que quantitatifs) et mettent en place des dispositifs importants de contrôle interne et de gestion des risques. Par définition, l'avenir est incertain et tout indicateur a ses limites.

Source : IGAS.

[243] Ce constat inquiétant peut être relativisé lorsque les administrateurs présents dans les commissions ont ou ont eu un métier en rapport avec la finance (CAVEC et CAVAMAC) ou ont pu être recrutés parmi un vivier de professionnels de la banque, de la finance et de l'assurance (ARRCO et AGIRC), mais peut être par ailleurs source de conflits d'intérêts.

[244] La mission souligne également que dès lors que les administrateurs sont formés (l'IRCANTEC par exemple), la formation suivie influe positivement sur la teneur des débats. Les administrateurs de l'IRCANTEC sont même allés plus loin en affirmant par la voix du président de la commission de pilotage technique et financier lors de sa séance du 23 juin 2010 qu'il « *convient, en outre, de prohiber les placements que nous ne comprenons pas – les hedge funds par exemple – et de développer l'ISR* ».

Recommandation n°24 : Aligner la politique de formation des administrateurs sur les meilleures pratiques rencontrées.

5.2.2 Les organes délibérants n'arrêtent pas une véritable politique de placements

[245] La politique de placement des caisses est en principe arrêtée par leur conseil d'administration. Elle devrait *a minima* traiter des sujets suivants :

- une doctrine de constitution et d'utilisation des réserves (voir *supra* et annexe 2) : la constitution de réserves n'est évidemment pas une fin en soi. Généralement, cette question soulève immédiatement celle de la chronique des résultats techniques et rejoint le pilotage technique des régimes gérés par la caisse ;
- les marchés sur lesquels la caisse souhaite intervenir ;
- un règlement financier encadrant l'intervention sur ces marchés ;
- les modalités de gestion : internalisée (gestion directe), externalisée (gestion déléguée) ou mixte ;
- le style de gestion : active, passive, adossée ;
- l'articulation entre les différentes modalités et styles de gestion (par exemple, une gestion directe obligatoire couplée à une gestion déléguée actions assure une compartimentation des risques) ;
- une fois ces éléments posés, une allocation stratégique.

[246] L'architecture des services des caisses dépend donc étroitement de la politique de placements arrêtée. Ainsi, une caisse recourant à une gestion déléguée sur des marchés simples avec une gestion indicielle aura un service financier léger, chargé pour l'essentiel de la sélection des gérants et le suivi des frais, risques et performances de ces fonds. Au contraire, une caisse intervenant sur des marchés complexes, utilisant des produits dérivés et intervenant sur les marchés émergents devrait se pourvoir de compétences en analyse quantitative, d'une puissance de calcul informatique afin d'effectuer les nombreuses simulations nécessaires à la valorisation de ces produits, et bien entendu d'un contrôle interne renforcé.

[247] Ces remarques s'appliquent évidemment également à la gestion immobilière : la gestion d'immeubles d'habitation est différente de la gestion d'immeubles d'usage tertiaire (commerces et bureaux) standards : les services d'une caisse gérant des bureaux dans le centre de Paris ne ressemblent pas à ceux gérant l'exploitation de parkings en Suède ou de stations services en Bulgarie. Ainsi, l'acquisition et la gestion directe de biens immeubles soumis à la réglementation des baux ruraux ne peut se concevoir que si les services de la caisse détiennent quelque compétence dans ce domaine.

[248] En pratique, les éléments constitutifs de la politique de placements ne sont que partiellement formalisés au travers de quelques documents :

- un règlement financier qui décrit les règles de placement que se fixe la caisse, selon les modalités prévues par la réglementation. Ce dernier est préparé par les services, discuté par les organes délibérants qui l'adoptent par le biais d'un vote. Ce document existe au moins formellement dans toutes les caisses contrôlées (à l'exception de l'IRCANTEC) ;
- une allocation stratégique qui est une définition de l'allocation type du portefeuille en fonction de deux paramètres clefs que sont l'horizon de placement et l'aversion au risque de l'investisseur.

[249] En pratique, la notion d'allocation stratégique diffère d'une caisse à l'autre : la CARMF la voit par exemple comme une allocation votée annuellement, alors que l'IRCANTEC l'arrête pour une durée de plusieurs années.

Recommandation n°25 : Formaliser une politique de placement de manière précise en s'inspirant des pratiques courantes des institutions financières (banques, assureurs).

5.2.3 Les études de « passif », quand elles existent, ne contraignent pas le choix des instruments financiers

[250] Le pilotage financier des régimes fait l'objet par ailleurs d'une mission de l'IGAS⁷⁴. Cependant, toute activité de placement n'ayant de sens qu'à l'aune des contraintes et objectifs auxquels elle est censée répondre, la présente mission ne pouvait éluder la question des « engagements » des régimes et s'est assuré que la gestion de l'actif des caisses prenait bien en compte le « passif » au sens large.

[251] La mission a relevé deux cas de figure :

- la caisse ne dispose pas de compétences actuarielles en interne et fait appel à des cabinets pour réaliser ces travaux. Le suivi est souvent plus distendu et de moins bonne qualité ;
- la caisse dispose de ces compétences en interne et suit régulièrement les flux.

⁷⁴ Évaluation du pilotage financier des régimes de retraite complémentaire professionnels, rapport RM 2013-039P, Anne-Marie BROCAS, Laurent GRATIEUX, Abdelkrim KIOUR, Jérôme VÉRONNEAU, rapport à paraître.

- [252] Sans s'attarder sur la qualité des études réalisées qui peut varier fortement, la mission constate que même dans les cas où les études actuarielles – sur lesquelles se fondent les études visant à définir l'allocation stratégique d'actifs – posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes, les études financières qui en découlent ne laissent pas une place suffisante aux spécificités et aux besoins des régimes : on trouve ainsi fréquemment des études d'allocation stratégique s'appuyant sur une approche de type frontière efficiente à la Markowitz, qui est un modèle d'actif seul.
- [253] Ainsi, ni les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes, ni l'appétence au risque de la caisse ne sont pris en compte de manière satisfaisante. *In fine*, nombreuses sont les caisses qui investissent sur les marchés financiers sans tenir compte, autrement que de manière frustrante, des caractéristiques des régimes qu'elles gèrent, se comportant ainsi en gérant de fonds et non en gestionnaire de régimes complémentaires obligatoires.
- [254] Or comme souligné *supra*, pour une caisse, l'activité de gestion d'actifs n'a de sens qu'au regard de la gestion des régimes et ne peut être qu'un accessoire à cette dernière. La pratique est donc pour le moins risquée et prive la stratégie de placement des fondements sur lesquels elle devrait être assise.
- [255] Il apparaît que si la question du « passif » est évoquée au sein des organes délibérants, notamment à l'occasion de la présentation des résultats des études, ceux-ci établissent rarement un lien direct entre les études de passif et les instruments financiers qu'ils choisissent. La mission souligne à ce propos que :
- les conventions signées entre les gérants de fonds dédiés et les caisses ne mentionnent jamais les contraintes de passif (à l'exception des fonds adossés des régimes ARRCO et AGIRC qui se voient imposer un calendrier de décaissements) ;
 - les contraintes ne commencent à être véritablement prises en compte qu'au moment où les caisses perçoivent qu'elles vont être contraintes à court terme de puiser dans leurs réserves.

Recommandation n°26 : Présenter de manière claire aux instances dirigeantes le lien entre les besoins des régimes résultant des études et l'allocation stratégique retenue et les faire se prononcer explicitement sur ce point

5.2.4 La politique de placement se limite souvent à un règlement financier minimal

- [256] Le règlement financier constitue par construction un document fondamental, matérialisant la politique de placement de chaque caisse. Dans la pratique, d'autres documents devraient venir le compléter et le préciser afin de constituer l'intégralité de ce qui est appelé la politique de placement de l'organisme.
- [257] Pour les caisses qui y sont soumises, l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale dispose que le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle doit élaborer un règlement financier. Ce règlement financier doit comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie.
- [258] L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale précise que le document décrivant les objectifs et les modalités de gestion de l'activité de placement indique :
- les objectifs de gestion relatifs notamment à la sécurité et au rendement des placements ;
 - les conditions de recours à une gestion directe ou à une délégation de gestion ;
 - les obligations imposées au gestionnaire, notamment les informations qu'il doit communiquer à l'organisme ainsi que la définition du mandat ou de la convention de

gestion et de sa durée, la détermination des frais de gestion, le contrôle de l'activité du gestionnaire délégué et les conditions de dénonciation des conventions de gestion ;

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

[259] Il ressort des contrôles conduits par la mission que le règlement financier (se fondant sur un modèle commun pour ce qui est des 10 sections professionnelles adhérentes à l'OAAVPL) est généralement trop vague et ne permet pas de définir la politique de placement de la caisse considérée. Cela laisse à la direction de la caisse de très grandes marges de manœuvre et ce d'autant plus qu'au-delà des principes énoncés, aucune modalité d'application n'est précisée.

[260] La mission appelle l'attention sur les points suivants :

- l'objectif de la constitution des réserves est rarement mentionnée dans le règlement financier ;
- les règlements financiers s'appuient le plus souvent sur le couple rendement / risque sans pour autant préciser le niveau garantissant la pérennité du régime ;
- les règlements financiers n'excluent a priori aucune classe d'actifs ni types d'actifs autorisés par la réglementation le cas échéant ;
- dans tous les cas, les règlements financiers permettent trois types de gestion : directe, au travers d'OPCVM ouverts et au travers d'OPCVM dédiés.

[261] On attendrait des règlements financiers, qu'ils excluent certaines classes d'actifs ou qu'ils fixent des limites contraignantes en termes de risques. Or, rares sont les limites par groupe d'émetteurs, par secteur, par zone géographique, par type d'actif imposées par ces textes.

[262] On notera que cette absence de définition n'existe que dans le règlement financier puisque lors de l'élaboration des études actuarielles visant à définir l'allocation stratégique, une vision des objectifs des réserves a souvent été donnée et des limites, par zone géographique notamment, posées.

Recommandation n°27 : Revoir les règlements financiers afin d'y inscrire précisément la politique de placement, ses objectifs et ses contraintes ainsi que les modalités de gestion et de contrôle correspondantes.

5.2.5 L'allocation stratégique n'est ni une préoccupation, ni une limite

[263] La définition de l'allocation stratégique est toujours réalisée par un cabinet extérieur, sur la base des études actuarielles réalisées par ailleurs par les régimes.

[264] Généralement, différentes allocations d'actifs sont testées au regard de la projection des éléments de passif que la caisse a pu fournir. C'est l'objectif en termes de couple rentabilité-risque qui le plus souvent détermine la composition du portefeuille (portefeuille optimal pour un niveau de risque donné).

[265] **Comme indiqué *supra*, l'allocation stratégique constitue un élément d'une politique de placements mais ne saurait suffire à la définir et ce d'autant plus que les caisses contrôlées par la mission ont des allocations stratégiques très peu précises.** Elles se contentent de fixer les ratios de grandes classes d'actifs : actions ; obligations, monétaire, parfois « actifs de décorrélation » et le cas échéant immobilier.

[266] Manquent souvent un certain nombre d'éléments structurants tels que :

- des règles relatives aux produits admis : rares sont les exigences supplémentaires par rapport au décret de 2002 pour ceux qui y sont soumis. La mission souligne que les conditions de recours aux instruments financiers à terme, par exemple, sont rarement précisées alors que la réglementation est très lacunaire sur le sujet et qu'il était loisible aux caisses d'en préciser l'interprétation qu'elles souhaitent en faire ;
- des critères de choix entre actifs au sein des actifs admis et de l'allocation stratégique.;
- des modalités de gestion des différentes poches : gestion active, gestion passive. L'enjeu est ici d'établir un niveau de risque auquel la caisse souhaite s'exposer pour chaque classe d'actifs.

[267] Généralement, l'élément déterminant de sélection des actifs au sein des classes de l'allocation stratégique résulte de la cible représentée par les indices de référence au sein de chaque classe.

[268] Le plus souvent, le pilotage annuel de l'allocation stratégique que la mission a observé traduit l'absence de définition d'objectifs de long terme, tels qu'un mode de couverture des engagements du « passif », une exigence de liquidité, un rendement

[269] Enfin, la confusion est sans cesse entretenue dans les caisses entre l'allocation stratégique et l'allocation tactique.

Recommandation n°28 : S'assurer du contenu de l'allocation stratégique et mieux présenter aux instances dirigeantes sa cohérence avec l'allocation tactique.

5.2.6 Les administrateurs s'intéressent à l'allocation tactique

[270] L'allocation stratégique, généralement arrêtée pour plusieurs années peut être adaptée à la marge chaque année, dans le cadre d'orientations tactiques.

[271] L'allocation tactique prend plusieurs formes selon les caisses considérées :

- l'allocation tactique vient compléter l'allocation stratégique par une adaptation infra annuelle comme à la CARMF : « *L'allocation stratégique pourra être judicieusement complétée d'une allocation tactique (consistant à surpondérer les classes d'actifs qui vont surperformer pour un temps le benchmark stratégique) et d'une sélectivité dans le choix des valeurs (stock picking).* » ;
- l'allocation tactique a été regroupée dans des fonds spécifiques comme c'est le cas à l'AGIRC, à l'ARRCO ou à l'IRCANTEC. Dans ce cas, les fonds tactiques interviennent sur les différents types d'actifs et permettent, dans la limite de l'allocation stratégique, d'ajuster la composition du portefeuille. Dans les deux cas, le choix a été fait de laisser une part relativement importante en FCP mixte, en laissant ainsi plusieurs sociétés de gestion réaliser la gestion tactique. Un reporting adapté leur est alors demandé.

5.2.7 L'immobilier, géré en direct, occupe une place disproportionnée dans les débats des conseils d'administration et ne fait pas l'objet d'une stratégie définie

[272] Deux des caisses contrôlées bien que disposant d'un patrimoine immobilier relativement important, n'ont pas formellement défini de stratégie immobilière, ce qui laisse la place à une gestion opportuniste.

[273] Dans les deux cas, des orientations ont été décrites lors des entretiens menés par la mission, voire dans l'un des cas, ces orientations ont été présentées fin 2011 aux délégués composant l'assemblée générale de la caisse, sans pour autant constituer une politique formalisée et validée par le conseil d'administration.

[274] Pourtant, les discussions relatives aux placements immobiliers sont souvent évoquées lors des conseils d'administration, à l'occasion d'opérations particulières.

- [275] Les conséquences pour ces deux caisses sont différentes :
- dans la première, la CARMF, des investissements opportunistes ont été réalisés, tel l'achat d'un vignoble dans le bordelais alors même que les orientations immobilières reconstituées par la mission indiquent clairement que les investissements se font dans « Paris quartier central des affaires » ;
 - dans la seconde, la CAVP, des opérations de cession ont été décidées afin de dégager les plus values nécessaires pour financer les objectifs de revalorisation des pensions.
- [276] Lorsque des investissements immobiliers existent, ils sont traités en conseil d'administration et font l'objet de discussions approfondies parfois disproportionnées par rapport aux investissements mobiliers (CARMF).

5.2.8 Les organes délibérants constituent trop souvent une chambre d'enregistrement des propositions de la direction

- [277] Dans les caisses contrôlées, les décisions du conseil d'administration en matière de placements sont dans une large mesure préparées par la commission financière qui en émane. Les orientations de placement présentées au conseil d'administration chaque année ne font que rarement l'objet d'un vote formel retracé dans les procès verbaux de séance.
- [278] Toutefois, il faut garder à l'esprit que le rôle assigné à la commission financière est très variable d'une caisse à l'autre :
- à la CARMF, les administrateurs doivent décider – ou pour le moins valider – chaque placement ligne à ligne, ce qui pose un vrai problème de formation étant donné le jargon utilisé dans les fiches de présentation des instruments financiers. Cette situation se retrouve généralement dans les caisses de professions libérales ;
 - à l'AGIRC et à l'ARRCO, les administrateurs ne décident pas des placements ligne à ligne. C'est une émanation de la commission financière (le comité de suivi) qui choisit des gérants par le biais d'un appel d'offre mais sans détail des instruments qui seront dans les fonds dédiés. On trouve également ce type de formule à l'IRCANTEC. De manière générale, les caisses ayant délégué très largement leur portefeuille se contentent de suivre le comportement des fonds.
- [279] Les rapports des commissions financières sont généralement centrés sur le rendement ou la performance des actifs détenus : la mission n'a quasiment pas trouvé de trace du suivi d'indices de risque présenté aux organes délibérants par les services des caisses. Par ailleurs, les rapports des commissions financières sont le plus souvent une reprise du document présenté par les services de la caisse.
- [280] Dans plusieurs des caisses contrôlées, en l'absence de compte-rendu des débats, la comparaison entre les propositions des services de la caisse et le rapport de la commission financière montre que celle-ci n'a, d'un point de vue décisionnel, qu'un rôle de chambre d'enregistrement (CRPN). Dans d'autres au contraire (CARMF, CRN), il arrive que la commission financière refuse des propositions d'investissement faites par la direction. Dans un dernier cas enfin (AGIRC et ARRCO), c'est une émanation de la commission financière (comité de suivi) qui prend les principales décisions en matières de placement en choisissant après appel d'offre les gérants des fonds dédiés et en les renouvelant ou non.
- [281] La mission a donc pu constater que dans un certain nombre de cas, les organes délibérants se reposaient trop sur les services de la caisse :
- les documents fournis à la mission ne font pas état de contrôles par les instances du respect de l'allocation stratégique ;
 - la ventilation des actifs par catégorie réglementaire (le cas échéant) n'est pas vérifiée ;
 - l'écart entre décisions des organes délibérants et mise en œuvre par les services n'est que rarement contrôlé.

[282] Au total la mission a recommandé aux organismes contrôlés un rôle plus actif des instances délibérantes et en particulier du conseil d'administration. S'agissant des règles externes, la diversité des origines apparaît comme un renforcement des conseils et une limite à des comportements « d'entre soi » qui ne sont pas favorables à la critique interne. Elle recommande donc l'introduction dans les conseils d'administration, et particulièrement ceux de professions libérales, par construction moins divers, de personnalités qualifiées. Il conviendra toutefois que les règles posées assurent que les personnalités qualifiées soient effectivement d'une origine différente, contrairement à ce qui est par exemple le cas, aujourd'hui, à la CARMF.

Recommandation n°29 : Introduire des personnalités qualifiées dans les conseils d'administration qui n'en disposent pas.

5.3 Les modalités de gestion sont grandement perfectibles

[283] La gestion financière des réserves des divers organismes est marquée par un recours important aux OPCVM (79 % de la valeur de réalisation fin 2011). Ceux-ci peuvent être soit dédiés à l'organisme concerné, soit ouverts à tout investisseur. Etant donnée leur surface financière, les caisses sont en mesure de négocier les conditions d'une gestion sur mesure avec les sociétés spécialisées en la matière. De fait, les caisses ont largement recours aux OPCVM dédiés : fin 2011, 85 % des OPCVM détenus par les caisses le sont sous la forme de fonds dédiés.

[284] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM souscrits par chaque caisse, la mission s'est attachée à l'examen des documents (prospectus, règlement, convention de gestion, inventaires) décrivant les objectifs, les modes de gestion, les contraintes et le contenu des OPCVM dédiés d'un échantillon d'OPCVM dans chaque caisse ayant fait l'objet d'un contrôle sur place. Elle a aussi évalué le contrôle interne.

5.3.1 Les procédures de contrôle interne sont rares et le cas échéant insuffisamment formalisées

[285] La mise en place d'un contrôle interne sur les placements n'est pas effective dans l'ensemble des caisses que la mission a contrôlées :

- des caisses n'ont pas encore de contrôle interne (CAVP) ;
- des caisses ont mis en place un contrôle interne récemment mais celui-ci ne porte pas ou peu sur la politique de placements (CARMF, CRPN, CRN) ;
- un contrôle interne existe de fait mais devrait être davantage formalisé (IRCANTEC) ;
- le contrôle interne existe et porte effectivement sur les placements (régimes AGIRC et ARRCO).

[286] Lors de la mise en place du contrôle interne dans les caisses contrôlées, ce dernier est centré sur les directions métiers (CRN, CARMF) et n'est envisagé que dans un second temps sur les placements. Des contrôles en matière financière existent parfois et sont exploités par les services, sans qu'ils ne soient pour autant toujours formalisés et présentés dans un rapport de contrôle interne : c'est le cas par exemple de la consolidation des portefeuilles ligne à ligne menée à bien par l'IRCANTEC ou par les fédérations AGIRC et ARRCO.

[287] Un contrôle de conformité à la réglementation est généralement confié à l'agence comptable. La mission n'a pas eu de documents prouvant que des contrôles de la conformité à la réglementation sont régulièrement exercés dans les caisses contrôlées.

[288] Une gestion des risques se doit d'imposer un cadre, des limites ainsi qu'un *reporting* adéquat pour chaque risque, ce qui aujourd'hui n'est pas fait sauf à l'AGIRC et à l'ARRCO.

Recommandation n°30 : Mettre en place un contrôle interne couvrant le champ des placements et les risques spécifiques qu'ils présentent.

[289] Les modifications des statuts ont conduit à supprimer les commissions de contrôle qui existaient auparavant et dont les investigations apparaissaient effectivement limitées. Il est regrettable que ne s'y soit pas substitué, comme cela est la règle dans les grandes organisations, un comité d'audit.

Recommandation n°31 : Mettre en place un comité d'audit au sein du conseil d'administration.

5.3.2 La composition du portefeuille n'est pas toujours suivie

[290] Au-delà des obligations réglementaires on peut considérer qu'il est de bonne gestion de savoir quels sont les produits auxquels on s'expose au travers de fonds et donc de disposer d'une connaissance régulière de son portefeuille en transparence. Cette prescription concerne au premier chef 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 (ou de sa réglementation interne). Elle concerne également les OPCVM ouverts dont il est généralement possible d'obtenir la composition ligne à ligne du portefeuille avec quelques semaines de retard.

[291] L'IRCANTEC, la CRN et les fédérations ARRCO et AGIRC suivent leur portefeuille en transparence, c'est-à-dire qu'ils connaissent, pour l'essentiel, la composition ligne à ligne des OPCVM qu'ils détiennent. En pratique, cette transparence se limite aux fonds dédiés : les instruments détenus au travers de fonds ouverts ne sont pas connus mais, compte-tenu de leur faible part dans les portefeuilles, cela ne pose qu'un problème limité. Un problème de transparence « de niveau 2 » se pose également lorsque l'OPCVM investit lui-même dans des OPCVM. La transparence de l'OPCVM sous-jacent est rarement accessible. La CRPN suit également par transparence son principal fonds dédié.

[292] Hors ces cas, les caisses contrôlées se contentent généralement de suivre de manière plus ou moins serrée la composition des fonds détenus. L'intérêt se porte en particulier sur les principales lignes détenues, les secteurs représentés et les *durations* des actifs pour les produits de taux.

[293] Ce suivi lointain peut être suffisant si l'organisme ne détient qu'un unique OPCVM opérant sur un segment identifié. Or la pratique des caisses, consistant à multiplier les fonds dédiés intervenant sur un large segment et ayant des objectifs et styles de gestion différents rend d'autant plus nécessaire le suivi ligne à ligne des portefeuilles.

[294] En particulier, la mission a pu constater des limites importantes liées à cette absence de suivi et donc de pilotage :

- certains fonds prennent des positions acheteuses sur des instruments alors que d'autres fonds détenus par la même caisse prennent des positions vendeuses sur ces mêmes instruments ;
- les effets de concentration (secteurs, zones géographiques, notations, devises,...) ne sont pas suivis ;
- les politiques de surpondération ou de sous pondération (sur des titres, des émetteurs ou des *durations*) décidées par les caisses peuvent être contrecarrées par des décisions contraires de gérants ;
- l'exposition à certaines devises est largement méconnue.

[295] Au total, la méconnaissance de la composition ligne à ligne invalide par avance toute politique de diversification, de couverture et plus encore de macro-couverture. Ce type de stratégies complexes ne peut en effet s'envisager sans connaître le détail des instruments détenus – y compris d'ailleurs par les fonds ouverts.

- [296] On notera que pour les caisses qui ne suivent pas leurs OPCVM par transparence, certaines ont pu fournir ce suivi à la demande de la mission (CARMF), tandis qu'une autre n'a pas été en mesure de produire cette information (CNBF).

Recommandation n°32 : Produire à une périodicité régulière une vision en transparence du portefeuille.

5.3.3 Les conventions et prospectus des OPCVM doivent être plus précis et mieux articulés avec la réglementation

- [297] Les conventions sont un document contractuel qui précise les relations entre le gérant du fonds dédié et la caisse concernée. Sur la forme, les caisses ont généralement élaboré un modèle de convention qu'elles déclinent selon les fonds.

- [298] Les conventions ont généralement pour objet de spécifier :

- les règles et objectifs de la gestion financière ;
- les conditions de suivi et de *reporting* de la gestion ;
- la rémunération de la société de gestion ;
- les modalités de contrôle des prestations par la caisse.

- [299] Le prospectus du fonds est par ailleurs souvent annexé à la convention, ce qui n'est pas sans poser problème puisqu'il n'est pas toujours aussi précis que la convention, notamment sur les frais (voir *infra*). Le plus souvent les prospectus sont généraux et ne prennent pas en compte les spécificités du régime concerné. À l'inverse dans un nombre plus limité de cas, la mission a constaté que les prospectus avaient visiblement été modifiés pour tenir compte des contraintes que s'imposent les régimes y investissant (AGIRC et ARRCO).

- [300] La mission a constaté que pour les caisses des libéraux, rares sont les mentions explicites au décret de 2002 dans les conventions (seule la CRN fait référence au décret dans ses conventions sans que cela ne soit systématique), alors même que ce sont ces règles qui s'appliquent à la gestion financière que le gérant devrait mettre en œuvre.

Recommandation n°33 : Faire figurer dans les conventions et dans les prospectus les dispositions prudentielles réglementaires ou propres aux organismes.

- [301] La mission a audité l'ensemble des conventions signées entre les gérants et les caisses. Il apparaît plusieurs écueils :

- certains fonds n'ont pas fait l'objet de convention, alors même que celle-ci est prévue dans le règlement financier (CRN) ;
- certaines conventions ne sont pas datées et/ou pas signées (CRN, CAVP) ;
- certaines conventions ont été signées plusieurs années après la création du fonds (CARMF) ;
- les conventions ne sont pas toujours mises à jour alors même que le règlement financier de la caisse a changé, faisant évoluer les quotas à respecter par les gérants (fédérations AGIRC et ARRCO) ou que les indices de référence n'existent plus (comme l'indice LEHMAN) et que les prospectus eux-mêmes ont été modifiés.

Recommandation n°34 : Mettre à jour régulièrement les conventions.

5.3.4 Les frais de gestion ne sont pas suffisamment suivis ce qui traduit un manque de contrôle des clauses afférentes des conventions de gestion

- [302] Les conventions passées entre les organismes et les fonds déterminent les conditions de rémunération desdits fonds. Les conventions examinées par la mission définissent une commission de gestion, parfois des clauses de surperformance mais ne prévoient pas toujours 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, mais souvent de manière plus générale.
- [303] Le plus souvent, le prospectus des fonds prévoit des commissions d'acquisition et de cession mais ne précise pas qu'elles ne s'appliquent pas à la caisse concernée (CAVP). La société de gestion pourrait donc prélever l'ensemble des commissions prévues dans le prospectus, qui est tout autant un document contractuel que la convention. Cette précision est d'autant plus importante que certains fonds dédiés n'ont pas de convention signée ou bien que cette dernière a été élaborée et signée plusieurs années après l'ouverture du fonds et présente un effet rétroactif.
- [304] Par ailleurs, la mission a pu noter que, pour les fonds dédiés, les caisses sont parfois en mesure de négocier des frais de gestion et de fonctionnement inférieurs aux tarifs du prospectus (AGIRC, ARRCO, CAVP).
- [305] 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.
- [306] Cette question a été posée par la mission aux divers services comptables. Dans un cas (CAVP), il a été répondu à la mission que : *« 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 [CAC] est nommé à partir d'une liste validée par la [caisse]. Le CAC est responsable du contrôle du fonds dédié et est rémunéré par la [caisse], 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 aux comptes. A ce jour, nous n'avons jamais relevé dans les rapports d'anomalies sur le calcul des frais de gestion. »*. Or, aucune procédure n'assure que les rapports des commissaires aux comptes sont effectivement exploités sur ce point et il n'est pas non plus démontré que la conformité aux conventions de gestion soit effectivement auditée par les commissaires aux comptes.
- [307] Les frais pourraient être mieux contrôlés par les caisses et ne font que rarement l'objet d'un suivi régulier, à l'exception notable de la CRPN, celle-ci ayant tiré les conséquences des difficultés rencontrées avec deux de ses gérants qui pratiquaient des marges abusives (avec, dans un cas, des complicités internes à la caisse).
- [308] Les frais sont par ailleurs rarement présentés aux organes délibérants : alors que les services des fédérations AGIRC et ARRCO sont en mesure de produire un récapitulatif des frais très détaillé, les comptes rendus des réunions des organes délibérants ne mentionnent que deux présentations de ces frais sur la période 2006-2011 pour l'AGIRC et aucune pour l'ARRCO.
- [309] Le niveau moyen des frais acceptés est globalement élevé. Ainsi, pour 2011, les frais de gestion sur les fonds actions et taux pouvaient varier considérablement d'une caisse à l'autre.

Tableau 7 : Frais supportés par les fonds détenus par les caisses contrôlées

Caisse	Total des frais	Commentaires
AGIRC / ARRCO	0,17 %	Suivis et détaillés par type de frais
CARMF	0,81 %	Non suivi
CRN	0,6 % ⁷⁵	Uniquement pour les fonds dédiés
CRPN	0,19 %	Suivi pour chaque fonds
CAVP	0,19 % (chiffre 2009)	Non suivi
IRCANTEC	0,22 %	Non suivi

Source : Mission IGAS. Chiffres 2011 sauf indication contraire.

[310] Le tableau ci-dessus doit être lu en gardant à l'esprit que le niveau total des frais n'est pas directement comparable d'une caisse à l'autre : la gestion actions est généralement plus onéreuse que la gestion obligataire, et l'intervention sur des marchés standards et liquides entraîne moins de frais que l'intervention sur les marchés américains, japonais ou émergents.

Recommandation n°35 : Mettre en place un suivi formalisé des frais de gestion à destination des organes délibérants.

5.3.5 Les objectifs de gestion, trop flous, laissent une marge de manœuvre importante aux gérants

[311] Les diverses conventions de gestion et prospectus ont en commun la légèreté avec laquelle y sont définis les objectifs de gestion. Il est ainsi possible de lire dans la plupart des conventions des objectifs de la gestion de type : « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* ». Ce type d'objectifs pourrait difficilement être plus vague.

[312] Le manque de précision et de définition des objectifs, que ce soit en matière de rendement ou d'enveloppe de risque, laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM, comme le montre l'encadré ci-dessous.

Encadré : extraits de la convention et du prospectus d'un FCP dédié définition des objectifs

L'objectif de gestion du fonds est « *d'adopter une politique d'investissement visant la valorisation des sommes investies à long terme, à travers des stratégies variées à moyen et long terme sur les marchés de taux, d'actions, de change et des fonds de gestion alternative* ».

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

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

Source : IGAS.

⁷⁵ 1,07% en 2010.

[313] **Il est par ailleurs fréquent que les objectifs affichés ne soient pas en ligne avec les études menées dans le cadre de la définition de l'allocation stratégique.** Par exemple, la détention de produits structurés n'est quasiment jamais appréhendée par les études et ne fait l'objet d'aucune cible en termes d'allocation. Pourtant, des investissements non négligeables en produits structurés complexes sont présents dans les portefeuilles.

[314] **Par ailleurs, de simples notations de crédit ou des limites par grandes catégories d'actifs ne constituent pas un encadrement des risques suffisant.**

Recommandation n°36 : Préciser et quantifier au sein des conventions les objectifs de gestion ainsi que les contraintes qualitatives et quantitatives en matière de risques.

5.3.6 L'univers d'investissement n'est pas limité

[315] Outre les objectifs et stratégies peu précis, les diverses règles venant limiter l'univers d'investissement ne sont en général que peu contraignantes.

Encadré : extraits de la convention et du prospectus d'un FCP dédié relatifs à l'univers d'investissements⁷⁶

- 0 à 80 % de l'actif du fonds peuvent être investis en OPCVM de produits actions de pays émergents de toutes tailles de capitalisation, sans contrainte particulière sur la répartition sectorielle ou géographique ;
- 0 à 100 % de l'actif du fonds peuvent être investis en OPCVM de produits de taux et convertibles de pays émergents, de signature d'État ou privée. Ces OPCVM sont susceptibles d'être investis en titres « *High Yield* » (notation inférieure à BBB-) ou non coté dans des proportions variables et, le cas échéant, jusqu'à 100 % de leur actif. La fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieure de laquelle cette poche d'actifs est gérée est comprise entre 0 et 10, c'est-à-dire qu'une variation des taux de 1% peut entraîner une variation de la valeur de l'OPCVM de 10%.
- 0 à 30 % de l'actif du fonds peuvent être investis en parts et/ou actions d'OPCVM classés « *Monétaires Euro* »

Source : IGAS.

5.3.7 Les horizons de placement ne sont pas fixés

[316] Il en va de même des horizons de placement et des *durations* correspondantes. Le plus souvent, les conventions de gestion laissent au gérant la possibilité d'investir sur des titres conduisant à une sensibilité globale du fonds comprise entre 0 et 8. À peu de choses près, cette sensibilité est égale à la *duration* moyenne des obligations et titres de créance sous-jacents, ce qui en dit long sur la marge laissée au gérant.

5.3.8 La qualité de gestion est appréhendée par la comparaison à des indices de référence sans mention des risques correspondants

[317] Les indices de référence utilisés sont certes pertinents pour comparer les investissements d'une caisse à l'ensemble d'un marché (en cohérence avec la typologie des actifs sous-jacents, le CAC 40 ne mesurant pas la performance des marchés obligataires) mais ne permettent pas de juger de la qualité de gestion de la caisse en question : **les caisses ne sont pas des OPCVM dont l'objectif est de battre tel ou tel indice mais des organismes chargés de servir des pensions.**

⁷⁶ Distinct de l'exemple de l'encadré précédent.

- [318] Ainsi, contrairement à un OPCVM, les caisses sont contraintes par les besoins des régimes dont elles portent le risque. Si des indices de références sont toujours des indicateurs intéressants, la mission rappelle que la plus pertinente des références est constituée des besoins et contraintes induits par les flux techniques.
- [319] La mission observe également le peu de place fait aux considérations 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 autres facteurs de risque jamais intégrés ni mesurés.
- [320] **Une gestion des risques se doit d'imposer un cadre, des limites ainsi qu'un reporting adéquat pour chaque risque, ce qui en l'état n'est pas le cas.**
- [321] Il est par ailleurs important que les caisses utilisent les conventions de gestion pour définir et chiffrer précisément les objectifs de rendement et y adjoindre un budget de risque clairement défini sans se contenter de simples notations de crédit.
- [322] Les conventions doivent être cohérentes avec la politique de placement validée par chaque caisse. Il conviendrait donc que chaque caisse soit en mesure de justifier les objectifs précisés par les conventions au regard des objectifs de rendement et de sécurité définis par la politique de placement et de leur horizon temporel.

Recommandation n°37 : Inclure un « budget risque » dans chaque convention de gestion.

5.3.9 Le reporting prévu par les conventions n'est pas toujours réalisé

- [323] Les *reportings* prévus dans les conventions sont d'une fréquence variable d'une caisse à l'autre, au mieux mensuels.
- [324] Les *reportings* sont suivis par les services des fédérations AGIRC et ARRCO, ce qui n'est pas toujours le cas dans les autres caisses. D'autres caisses ont indiqué à la mission que les *reportings* étaient réalisés par les gestionnaires mais que les services ne les analysaient pas nécessairement, faute de temps.
- [325] Les conventions de gestion prévoient également la possibilité de contrôle sur pièce et sur place par les caisses. Toutefois, en pratique, aucune des caisses contrôlées n'a usé de cette faculté.

Recommandation n°38 : Demander aux caisses de mieux suivre l'activité de leurs gérants en matière de frais, de rotation du portefeuille, de mesure des risques pris.

5.3.10 Les alertes dépositaires sont largement méconnues

- [326] Les dépositaires des titres mettent en œuvre un suivi du respect par les gérants des contraintes posées dans les prospectus des fonds, le plus souvent sous la forme de fichiers Excel donnant la nature des anomalies la date de leur constatation et la date de leur résolution. Rien n'interdit d'étendre le champ de ce suivi aux dispositions des conventions.
- [327] Ces remontées sont un outil précieux pour les caisses qui peuvent ainsi vérifier le respect par le gérant des contraintes prévues dans les prospectus et si le dispositif le prévoit des règles prudentielles propres à la caisse ou fixées par la réglementation qui y sont introduites. Cela peut en particulier être un outil particulièrement efficace de contrôle de l'éligibilité des actifs détenus.
- [328] Ce dispositif est largement méconnu et de ce fait non utilisé par les caisses qui n'incluent pas sa supervision dans leur contrôle interne ; ce qui est fort dommage.

Recommandation n°39 : Utiliser les alertes dépositaires et inclure leur suivi dans le contrôle interne.

5.4 Les caisses ne disposent pas en interne des compétences adaptées aux stratégies de placement qu'elles cherchent à mettre en œuvre

[329] Ainsi, s'agissant du recours à des obligations convertibles ou des produits structurés, aucune des caisses contrôlées n'est en mesure d'en effectuer une évaluation. Cela motive le non recours à ces produits, total (IRCANTEC) ou partiel (fédérations ARRCO et AGIRC), de certaines caisses. Pour les autres caisses contrôlées, ce type de produits est acheté sans la moindre contre-expertise sur la valorisation :

- aucun des produits structurés (à l'exception de l'EMTN détenu par l'ARRCO et de certains produits structurés acquis par la CRN) détenus par les caisses contrôlées ne fait l'objet d'une double valorisation (pourtant prévue par le décret de 2002) ;
- certaines caisses se proposent de mettre en place des stratégies de couverture de type « *put spread* »⁷⁷ sans être en mesure de valoriser les options à acquérir ;
- les produits structurés extrêmement complexes ne font pas l'objet d'une analyse critique, alors même que le plus souvent le sous-jacent est un indice maison confectionné par une société de gestion⁷⁸.

[330] Les caisses ne disposent généralement pas des compétences d'analyse quantitative permettant d'intervenir sur ces marchés. Elles ne font pas plus appel à des compétences externes pour évaluer ces produits qu'elles achètent pourtant.

[331] Au total, les services des caisses s'en remettent le plus souvent entièrement aux gérants, et suivent les paris (généralement dénommés « anticipations ») qu'ils prennent sur telle ou telle valeur (pour les actions) ou tel ou tel mouvement de la courbe des taux (pour les obligations). Lorsque les paris sont gagnants, les gérants sont considérés comme satisfaisants, alors que lorsqu'ils s'avèrent perdants, ils sont souvent considérés comme décevants et remerciés.

[332] Le suivi des fonds est ainsi celui du « consensus de place » autour de certaines anticipations, et de leur adéquation au style de gestion du gérant. Les services des caisses (à la CARMF et la CAVP notamment) sont parfois contraints de suivre un nombre important de fonds dédiés, ce qui ne peut se faire qu'au détriment de la rigueur du suivi.

[333] À titre d'exemple, la CAVP a fait le choix d'une gestion déléguée qui correspond aux compétences dédiées en interne. Cette équipe réduite gère néanmoins un nombre très élevé de fonds (plus d'une centaine en 2011), ce qui pose la question de sa capacité à les sélectionner et à les suivre.

[334] À cet égard, la mission note que parmi les régimes contrôlés celui qui peut s'appuyer sur la structure la plus solide en matière de compétence est celui dont l'allocation d'actif est la plus conservatrice et qui n'investit pas dans des produits complexes. À l'inverse, les caisses des professions libérales, dont ce n'est pas le métier de base, estiment pouvoir investir dans des produits complexes et risqués, en dépit d'une structure interne limitée. Le recrutement de directeurs et de directeurs financiers ayant une longue carrière dans le domaine bancaire, voire sur les marchés financiers, n'est pas à elle seule une garantie suffisante.

⁷⁷ Un « *put* » est une option de vente. Ce produit permet de se prémunir contre la baisse du sous-jacent. Une stratégie de « *put spread* » consiste en financer partiellement l'acquisition d'un *put* par la vente d'un *put* de même échéance et sous-jacent, mais de prix d'exercice inférieur. La couverture ainsi obtenue est partielle.

⁷⁸ La mission s'interroge sur la pertinence d'investir dans des produits dont seul le débiteur de l'obligation semble en mesure d'estimer le montant, ce qui pourrait constituer une clause potestative.

[335] Il apparaît ainsi que les caisses de retraite n'ont pas généralement pas les compétences et moyens nécessaires pour être considérées comme des investisseurs réellement avertis. Elles ne devraient donc pouvoir être considérées comme des investisseurs qualifiés au sens de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier que pour certains produits simples (par exemple les fonds investissant uniquement en actions, obligations ou monétaire simple, à l'exclusion des produits structurés complexes et des produits dérivés).

[336] Dans le cas des caisses disposant en interne des compétences et moyens nécessaires à l'exercice d'une gestion complexe, elles devraient toutefois pouvoir être autorisées à investir dans des produits plus complexes, sous la condition qu'elles obtiennent de l'AMF un agrément du même type que celui prévu à l'article L. 532-9 du code monétaire et financier pour les sociétés de gestion de portefeuille. Il s'agit là de garantir que la caisse dispose en interne de compétences intellectuelles et matérielles en adéquation avec les stratégies qu'elle souhaite mettre en œuvre.

Recommandation n°40 : Mettre en place un système à deux étages prévoyant par défaut l'accès aux seuls produits simples, et aux produits complexes sous condition d'agrément par l'AMF.

5.5 Les règles déontologiques sont très améliorables

[337] Les problèmes de déontologie peuvent concerner les membres des organes délibérants et certains des personnels de la caisse : directeur, agent comptable (qui outre son implication dans le contrôle interne dans certains organismes contrôlés a un rôle spécifique s'agissant du placement de la trésorerie ce qui nuit à la séparation des fonctions) et agents en charge de préparer la sélection des actifs et des fonds.

[338] De manière générale, les caisses ne s'imposent pas de règles déontologiques contraignantes et certaines n'en ont pas formalisé du tout. Quatre configurations ont été rencontrées :

- l'absence de règles (fédérations AGIRC et ARRCO) ;
- des règles minimales concernant les administrateurs et le personnel (caisses des professions libérales) ;
- des règles minimales ne portant que sur le personnel : L'IRCANTEC n'a pas de services propres, mais les personnels de la CDC en tenant lieu sont soumis aux règles déontologiques de cette dernière ;
- des règles plus contraignantes (CRPN).

[339] Le code de déontologie commun aux caisses de professions libérales est insuffisamment précis. Le fait qu'il ait été approuvé par la tutelle ne limite pas sur ce point la responsabilité des caisses qui l'ont adopté.

Encadré : quelques exemples de règles de déontologie

Dans une caisse relevant de la CNAVPL, le code de déontologie impose, en termes très généraux, d'agir « au mieux des intérêts de la caisse » et de « s'efforcer d'éviter tout conflit d'intérêt » direct ou indirect. Il impose aux administrateurs de « déclarer tout mandat d'administrateur ou de mandataire social » qu'ils détiendraient, ainsi que « l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales significatives avec des organismes ou des tiers avec lesquelles la caisse collabore directement ou indirectement ». En ce qui concerne les personnels, le code de déontologie prévoit à titre principal des interdictions et quelques prescriptions très générales. Il est ainsi interdit au personnel de la caisse de recevoir « des rémunérations relatives à des placements ou engagements » de la caisse. Le personnel de la caisse « s'interdit de retirer un quelconque avantage de l'activité professionnelle qu'il exerce [...] au-delà de [sa rémunération] ».

Le code de déontologie prévoit également que le personnel doit déclarer ses intérêts (relations commerciales ou financières, cadeaux reçus, etc.) à sa hiérarchie.

Exemple de questions posées par la caisse dans le questionnaire à destination des personnes sensibles :

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

Source : IGAS.

[340] La mission a effectué un contrôle restreint de l'application des règles de déontologie se fondant sur la déclaration par les personnes concernées des avantages dont elles avaient bénéficiés au seul titre de l'année 2011 et la fourniture de documents indiquant le contenu des séminaires auxquels elles avaient participé.

[341] Les documents fournis montrent l'éventail complet des avantages qui peuvent être offerts par des fournisseurs : invitations à des petits-déjeuners ou déjeuners professionnels, invitations à des soirées hors cadre professionnel (opéra, musée, expositions...), invitations à des séminaires en journée, invitations à des séminaires à l'étranger sur plusieurs jours, cadeaux de fin d'année (alcools, confiseries, etc.).

[342] La revue de l'agenda des services sur la dernière année met en évidence des relations qui peuvent être très fréquentes, en dehors de celles prévues par les conventions de gestion et qui ont traditionnellement lieu au sein de la caisse. Ainsi en 2012 le directeur financier d'un des organismes contrôlés a déclaré à la mission avoir participé à : six petits déjeuners, 35 déjeuners, 37 événements en soirée (soit un peu moins d'une fois par semaine de travail sur la base de 45 semaines) et 4 séminaires à l'étranger.

[343] Les séminaires à l'étranger qui d'ailleurs peuvent réunir des participants de différentes caisses ont souvent un caractère essentiellement récréatif

Encadré : participation des services à des séminaires organisés par les sociétés de gestion

Deux directeurs ont déclaré un séminaire organisé à SÉVILLE du 10 au 12 juin 2011 par un gérant de fonds. La mission s'est fait communiquer le document tenant lieu de programme, qui permet de montrer que le séjour s'est partagé entre une présentation très générale, d'un maximum de trois heures, et un séjour touristique pendant la feria de SÉVILLE, dont le programme n'est pas fourni, pas plus que le financement de la prolongation à titre privé n'est documenté.

Un directeur a déclaré un voyage d'études en CHINE à l'invitation d'une société de gestion du 25/11/11 au 01/12/11, dont le déroulé débute par un voyage d'agrément de deux jours à PÉKIN alors que les travaux ont lieu les jours suivants, à SHANGHAI puis à HONG-KONG.

Un agent de direction a effectué un voyage en Inde dont la partie sur place comporte trois jours dont un samedi pendant lesquels ont été effectués la visite guidée de MUMBAI (une demi-journée), la visite du TAJ MAHAL et du fort d'AGRA (une journée) ; la partie

« professionnelle » consistant quant à elle en deux visites d'entreprise (à l'heure du déjeuner), un dîner avec l'attaché financier de l'ambassade et un *meeting* avec la société de gestion d'une heure entre 19 et 20 heures.

Source : IGAS.

[344] Les risques liés à des liens particuliers avec des gérants existent dans tout organisme qui gère des placements. Il est particulièrement fort dans des caisses où la gestion déléguée est importante en volume, où les choix de fonds font une large part à la personnalité des gérants ou à des appréciations qualitatives portées sur leur gestion, et enfin où le contrôle interne est faible.

[345] La vigueur des réactions sur ce sujet lors du déroulement de la phase contradictoire des rapports particuliers (troisième colonne), voire la négation du problème dont elle témoigne dans certaines caisses pour lesquelles cela relève de relations normales avec des fournisseurs montre une appropriation parfois limitée du sujet par les organismes concernés et donc la nécessité d'une vigilance particulière s'agissant de ces organismes.

[346] La mission estime donc nécessaire de revoir les règles déontologiques : les inscrire de manière précise dans un texte réglementaire n'est pas la seule solution possible mais voir chaque caisse réinventer la roue dans son coin n'est pas non plus forcément la solution la plus pertinente.

Recommandation n°41 : 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, etc.).

[347] 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°42 : Interdire les voyages et séminaires à caractère non professionnel.

Recommandation n°43 : Confier la responsabilité de la déontologie à un comité du conseil (comité d'audit) et non au bureau exécutif.

[348] L'application de l'article 21 de la loi de financement de la sécurité sociale (LFSS) pour 2011 pourra aider les caisses dans cette évolution.

[349] Cet article dispose en effet 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* ».

[350] 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.

[351] 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.

[352] **L'obligation d'information des RCO que prévoit ce texte va leur permettre de disposer d'informations utiles. Il leur appartient d'informer l'ensemble de leurs prestataires et de s'assurer que les déclarations en question lui sont effectivement fournies.**

Recommandation n°44 : Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique des RCO.

[353] **S'agissant de la tutelle, la mission recommande qu'elle accompagne ce mouvement en demandant à toutes les caisses de mettre en œuvre ou de revoir leurs règles de déontologie et qu'elle veille à n'approuver que des dispositifs solides.**

[354] Par ailleurs la mission suggère de saisir l'URSSAF de Paris d'une demande de contrôle des sociétés de gestion sur ce point et de prendre contact avec l'Autorité des Marchés Financiers pour évaluer dans quelle mesure elle pourrait intégrer le respect de ces dispositions législatives dans ses propres contrôles.

Recommandation n°45 : Demander à l'URSSAF de Paris un contrôle de la mise en œuvre de l'article 21 de la LFSS 2011 par les sociétés de gestion.

Recommandation n°46 : Prendre contact avec l'AMF pour évaluer les modalités d'intégration de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans ses propres contrôles.

5.6 Les règles de la commande publique doivent s'appliquer à la sélection des fonds dédiés

[355] Dans le domaine couvert par la mission, les achats sont de trois types : des prestations de service et de conseil (par exemples des études actuarielles), des produits financiers détenus en direct, des parts d'OPCVM et des fonds dédiés.

5.6.1 Les organismes contrôlés sont pour la plupart soumis aux règles de la commande publique et dans tous les cas aux directives européennes

[356] En application de l'article L124-4 du code de la sécurité sociale les organismes qui gèrent tout ou partie d'un régime obligatoire doivent passer des marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État.

Encadré : l'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale « Les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, font l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État.

Les dispositions du premier alinéa sont également applicables aux groupements d'intérêt public et aux groupements d'intérêt économique financés majoritairement par un ou plusieurs organismes mentionnés au premier alinéa, ou par un ou plusieurs organismes nationaux cités à l'article L. 200-2.

Les conditions d'application du présent décret sont fixées par arrêté interministériel. »

Source : Site légifrance.

- [357] Les autres régimes complémentaires obligatoires sont des pouvoirs adjudicateurs au sens des directives européennes et relèvent de l'ordonnance n°2005-649 du 6 juin 2005. À cet égard on notera que même si les seuils prévus par l'ordonnance sont relativement élevés, l'existence de seuils ne signifie pas pour autant que, en dessous de ces seuils ou en matière de services soumis à un régime « allégé » aucune procédure de passation ne doit être mise en œuvre et que « *ce sont tous les marchés qui doivent respecter les principes de liberté d'accès à la commande publique, d'égalité de traitement des candidats et de transparence des procédures* », ce qui impose en particulier le respect d'un degré de publicité adéquat.
- [358] Ces dispositions conduisent à ce que les prestations de service de toute nature et donc notamment celles réalisées en matière financière doivent faire l'objet de marchés publics.

5.6.2 Les fonds dédiés ne doivent pas être exclus de ces dispositions

- [359] L'article 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* » prévoit une exception à l'application du code des marchés publics.
- [360] Cette exception vise à titre principal l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur et 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* ».
- [361] 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 concerne en rien les services rendus aux caisses pour réaliser leurs opérations de placement. En effet, la notion d'instruments financiers est contingente au dispositif juridique dans lequel elle est utilisée : il n'y a pas de renvoi au code monétaire et financier dans les divers textes régissant la commande publique, de sorte qu'il ne suffit pas qu'un actif soit qualifié d'instrument financier dans le Code monétaire et financier.
- [362] De ce fait, les produits financiers détenus en direct et les fonds ouverts dont les organismes achètent des parts sans que le « fournisseur » ne réponde à une demande de leur part relèvent de l'exception posée par le code. À l'inverse, les fonds dédiés sont des produits construits pour répondre aux besoins des organismes et doivent s'interpréter, au sens des règles de la commande publique, comme un mandat de gestion.
- [363] Ce point gagnerait à être précisé dans la réglementation applicable.

Recommandation n°47 : Préciser que la sélection des fonds dédiés doit être soumise aux règles applicables aux RCO en matière de commande publique.

5.6.3 Rares sont les organismes contrôlés appliquant les règles de la commande publique pour la sélection de leurs fonds dédiés, ce qui expose leurs dirigeants à un risque pénal

[364] Les modalités formelles de sélection des fonds dédiés (et de leurs gérants) sont très variables :

- l'IRCANTEC procède à des appels d'offre⁷⁹ et suit une procédure de type « marchés publics » ;
- à la date des investigations la CRPN venait de prendre connaissance de sa soumission aux directives européennes⁸⁰ et n'avait pas encore mis en place les procédures correspondantes ;
- l'ARRCO et l'AGIRC ont constaté être soumis aux directives européennes mais considèrent que la sélection des fonds dédiés ne relève pas du champ car ils sont des instruments financiers, opinion que la mission ne partage pas. Ils se sont dotés d'une procédure formalisée d'appels d'offres pour la sélection de ces fonds. Celle-ci organise une concurrence mais pas de manière conforme aux règles de la commande publique.
- les caisses contrôlées soumises au code de la sécurité sociale qui sont, elles, clairement soumises aux règles des marchés publics (CNBF, CARMF, CAVP et CRN) ne passent pas de marché public pour sélectionner les organismes chargés de gérer les OPCVM dédiés.

[365] L'argument souvent avancé par les caisses pour justifier de la non application des règles de la commande publique est celui d'un formalisme trop lourd, inadapté à la rapidité des mouvements financiers. En premier lieu, la portée de cet argument dépend de la place faite à une gestion active dont on a vu qu'elle peut être discutée. En second lieu, la pratique montre que les caisses investissent dans des fonds qui sont destinés à être détenus longtemps à la suite de décisions qui ne sont pas prises dans l'instant ; à cette aune, la formalisation des procédures et un allongement des délais ne paraissent pas particulièrement problématiques ou contraires à la politique suivie. Enfin, en cas de nécessité de sortir rapidement d'un fonds dédié, l'application du code n'empêcherait pas sa liquidation rapide et le placement des sommes ainsi libérées dans des instruments financiers dont le choix n'est pas soumis au code des marchés publics (titres détenus en direct, fonds ouverts, augmentation du volume de fonds dédiés déjà détenus etc.).

[366] La mission tient à rappeler que l'article 432-14 du code pénal punit d'une peine de 2 ans de prison et de 30 000 € d'amende *« le fait par une personne dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public ou investie d'un mandat électif public [...] de procurer ou de tenter de procurer à autrui un avantage injustifié par un acte contraire aux dispositions législatives ou réglementaires ayant pour objet de garantir la liberté d'accès et l'égalité des candidats dans les marchés publics et les délégations de service public »*. De ce fait, les dirigeants des organismes courent un risque pénal.

À cet égard, la mission attire l'attention sur le fait que, dans leur grande majorité, les caisses contrôlées choisissent, comme cela a été plusieurs fois mentionné en entretien, des gérants qu'elles connaissent et avec qui elles entretiennent des relations de confiance. Cet élément ajouté au fait que les règles de déontologie mises en œuvre sont le plus souvent minimales, induit une pratique plus risquée que celle qui résulterait d'un processus de gestion davantage formalisé.

⁷⁹ Voir par exemple BOAMP n° 250B, annonce n° 197, référence 10-277191.

⁸⁰ Suite à la remarque de sa présidente par ailleurs administratrice à l'AGIRC et à l'ARRCO

6 OUTRE DES BONNES PRATIQUES DE GESTION, LA MISSION RECOMMANDE UNE REVISION DE LA REGLEMENTATION ET UN CONTROLE CONTINU RENFORCE POUR LES REGIMES DE PROFESSIONS LIBERALES

[367] Les propositions qui ont été faites tout au long du rapport sont ici synthétisées et surtout complétées si nécessaire. La mission rappelle également la nécessité de traiter un sujet qu'elle a écarté qui consiste à vérifier la compatibilité de classes facultatives avec les règles européennes.

6.1 Unifier et revoir le cadre réglementaire dans le sens d'un renforcement prudentiel

[368] Certes, et les investigations sur place le montrent, l'existence d'un cadre réglementaire n'est pas à lui seul la garantie d'une politique prudente qui peut exister dans des organismes aujourd'hui non soumis à un cadre réglementaire. Pourtant, s'agissant d'organismes assurant la gestion de régimes obligatoires, dont la défaillance serait sans doute *in fine* assumée, au moins partiellement, par des prélèvements obligatoires, il apparaît nécessaire de définir des règles prudentielles harmonisées.

[369] On peut pour ce faire envisager deux niveaux :

- une réglementation externe générale, applicable à tous les RCO, par extension des dispositions du code de la sécurité sociale revues ;
- une réglementation spécifique à des organismes ou des catégories d'organismes si la spécificité de leur adossement actif-passif le rend nécessaire

[370] **La mission ne recommande pas, bien au contraire, d'élargir les règles prudentielles dans le sens de ce qui est demandé par certains représentants des RCO.**

[371] En premier lieu, dans un contexte de difficultés économiques, ces demandes sont largement motivées par le souci d'aller chercher ailleurs des perspectives de rendement permettant de financer des objectifs de distribution, sans doute trop ambitieux dans un contexte économique plus contraint, au prix d'un niveau de risque trop important.

[372] En second lieu, il convient d'adapter les actifs financiers éligibles aux capacités des régimes en question et en particulier aux capacités des administrateurs, si ces derniers doivent jouer leur rôle de contrôle des services.

[373] Par contre, elle recommande de revoir la réglementation, et en particulier les règles prudentielles pour, dans un cadre commun (recommandation 2), redéfinir la nomenclature des actifs de manière plus précise et plus détaillée et surtout intégrer le principe de transparence et poser le principe que les règles d'éligibilité sont les mêmes que l'actif soit détenu en direct ou au travers d'un fonds.

6.2 Améliorer la gouvernance et les pratiques de gestion

[374] Étant donné les sommes concernées (110 Mds€) et les risques de défaillance évoqués plus haut, la professionnalisation de la gouvernance et des pratiques de gestion est indispensable. La plupart des recommandations formulées sont à destination des organismes.

[375] La mission tient à insister particulièrement sur sa demande de mieux informer les affiliés dont elle recommande qu'ils soient destinataires des mêmes données que la tutelle et que celles-ci soient obligatoirement mises à disposition sur les sites internet des organismes. À titre de comparaison, les compagnies d'assurances doivent publier un état détaillé de leurs placements.

Recommandation n°48 : Faire publier sur le site internet des caisses leurs comptes, un état détaillé de leurs placements selon un format défini par la tutelle ainsi que de la

liste des pays dans lesquelles elles investissent (au 1er euro et en transparence totale sur l'ensemble des fonds).

6.2.1 Les instances de gouvernance doivent être mieux formées et mieux informées

[376] Les administrateurs des caisses contrôlées ne jouent pas pleinement le rôle attendu sur des sujets techniquement complexes. Les recommandations faites portent sur leur formation et sur leur information.

[377] Une action de la tutelle, pouvant aller de l'incitation à réviser les statuts, jusqu'à une disposition réglementaire, est nécessaire pour mettre en place un comité d'audit au sein du conseil d'administration (dans le cadre de la démarche générale de contrôle interne) et introduire des personnalités qualifiées, selon des règles qui assurent que cette présence diversifie effectivement la composition des conseils.

6.2.2 Inciter les caisses à professionnaliser leur gestion des placements

[378] Les recommandations faites concernent au premier chef les organismes. Cette professionnalisation passe notamment par une maîtrise des risques dans le cadre d'un contrôle interne renforcé et portant sur les risques spécifiques liés à l'activité de placement. Elle suppose aussi des modifications des modalités de gestion et en particulier de sélection et de suivi des gérants.

[379] À cet égard, même si les réponses dans le cadre des procédures contradictoires montrent le désaccord des caisses contrôlées, la mission estime que l'écart entre le montant des sommes gérées, les stratégies retenues et les compétences disponibles en interne est un facteur de risque. Recruter un directeur et/ou un ou deux responsables ayant une expérience bancaire ou sur les marchés n'est pas une garantie suffisante.

[380] Même si l'essentiel des organismes rencontrés, attachés à leur existence propre dont des réserves importantes sont une garantie, n'ont pas vu cette suggestion d'un bon œil, la mission estime que la question de la mutualisation de la gestion, notamment pour les professions libérales, se pose.

[381] La mutualisation, au sein des seules caisses de professions libérales ou avec un champ plus large, permettrait de disposer de compétences actuarielles et financières tout en bénéficiant d'un niveau d'expertise à leur service plus important. La mission entend la notion de mutualisation dans un sens large recouvrant notamment la réalisation des études actuarielles et financières et le dispositif de contrôle interne, voire même les marchés publics. Cette mutualisation n'est évidemment pas incompatible avec une gestion adaptée à chaque régime en fonction de ses objectifs de pilotage et de ses choix de politique de placement. Il s'agit de mutualiser la gestion des placements et non d'harmoniser le pilotage des régimes. Elle peut trouver dans le nouvel article L. 114-25 du code de la sécurité sociale le support juridique pertinent.

Recommandation n°49 : Envisager des mutualisations de l'activité de placement.

[382] À cet égard, dans le cadre du système de réglementation à deux étages préconisé par la mission, il serait pertinent de limiter les marges d'action et de renforcer les règles prudentielles applicables aux organismes s'appuyant sur des structures internes limitées.

Recommandation n°50 : Renforcer les contraintes portant sur les caisses ayant des structures de gestion interne limitées.

6.3 Mettre en place une supervision et un contrôle régulier, particulièrement des RCO des professions libérales

[383] Les règles déontologiques doivent être rendues partout obligatoires (donc y compris pour l'AGIRC et l'ARRCO) et précisées (ce qui suppose de revoir le règlement commun aux professions libérales sur ce point).

[384] Outre le renforcement des règles il est nécessaire de mettre en place un dispositif de vérification de leur application tant par les caisses que par des contrôles URSSAF et l'intégration dans les contrôles de l'AMF.

[385] Sur ce dernier point il est nécessaire de permettre des échanges d'information entre l'AMF et l'IGAS, voire de mettre en place des possibilités de travail en commun.

Recommandation n°51 : Permettre des échanges d'informations entre l'AMF et l'IGAS.

[386] Les constats faits ont conduit la mission à proposer une amélioration du *reporting* fait par les organismes à la DSS sur la nature de leurs placements. Ce *reporting* est destiné à permettre un contrôle continu fondé sur l'analyse des éléments fournis comparable aux investigations sur pièces faites par la mission.

[387] Un audit du bureau 3C de la DSS et du fonctionnement de la MNC pourraient être envisagés afin de mieux proportionner les propositions aux différentes missions du bureau pour lequel les placements sont un sujet important mais pas unique ainsi qu'aux capacités de la MNC.

[388] Globalement, un patrimoine de plus de 100 milliards nécessite une supervision continue et un dispositif de contrôle régulier. Cela est nécessaire dans la mesure où *in fine* ce sont des prélèvements obligatoires qui viendront financer des sinistres éventuels. Cela est aussi nécessaire en droit car l'Etat est en charge du contrôle : on rappellera à cet égard que l'Etat a déjà été condamné pour défaut de contrôle par la juridiction administrative.

[389] Certains des interlocuteurs de la mission ont pu indiquer que la direction de la sécurité sociale n'avait pas la capacité de remplir cette fonction, notamment en raison du caractère technique de la réglementation. La mission ne partage pas ce point de vue. Les régimes obligatoires sont dans le champ des compétences ministérielles et il est nécessaire que l'administration assume ce rôle et se dote des moyens adéquats. D'autres administrations savent obtenir les moyens nécessaires à l'exercice de leurs compétences quand trop souvent les ministères sociaux se résignent à dégrader le service en raison de l'évolution des moyens sans que ne soient posées toutes les questions de priorité.

[390] Le sujet n'est pas insurmontable et la mobilisation des compétences disponibles à la DSS, à la MNC et à l'IGAS, associée à la collaboration des administrations financières, permet de le traiter. À cet égard, plus la réglementation sera unifiée plus sa gestion sera simplifiée.

[391] Dans ce cadre un dispositif de contrôle régulier faisant appel à l'IGAS et à la MNC doit être mis en place permettant un contrôle sur place régulier des organismes. Ce dispositif gagnerait à être articulé avec les contrôles opérés par la Cour des Comptes de manière à coordonner les efforts et se répartir les missions. Il suppose que l'IGAS s'organise pour assurer une permanence sur le secteur ce qui pourrait être fait en désignant un inspecteur en charge du suivi des contrôles afférents. Il est aussi nécessaire que le recrutement d'inspecteurs ayant les compétences techniques requises demeure assuré au-delà de l'intégration ponctuelle d'anciens commissaires contrôleurs des assurances en 2011.

Recommandation n°52 : Mettre en place un plan de contrôle pluriannuel.

Recommandation n°53 : Procéder à la rédaction d'un guide de contrôle.

Recommandation n°54 : Assurer le maintien de la compétence technique nécessaire à l'IGAS.

[392] Le dispositif juridique actuel ne permet pas de traiter aisément des cas de très graves difficultés. Il serait nécessaire de prévoir un dispositif juridique qui à l'instar ce qui existe pour les assurances facultatives comporte des mesures de police administrative (mise en garde, mise en demeure, administration provisoire) et des sanctions qui, pour les RCO pourraient se limiter à des sanctions administratives : substitution des organes dirigeants ou délibérants défailants, sanction des dirigeants, sanctions des comptables.

[393] A titre d'exemple les conséquences de la simple détention par une caisse d'un actif non autorisé ne sont pas prévues par les textes.

Recommandation n°55 : Prévoir des dispositions réglementaires permettant de gérer des situations exceptionnellement difficiles.

[394] Par le montant de leurs réserves, les difficultés que les rapports de site ont montré et la nature des réponses faites par certaines d'entre elles lors des procédures contradictoires, les caisses de retraites complémentaires des professions libérales présentent un niveau de risque supplémentaire et devront donc faire l'objet d'une attention particulière.

[395] Enfin s'agissant des recommandations qui relèvent de l'administration, lorsque les décisions demandées auront été prises, il sera nécessaire d'établir un plan d'action, de le mettre en œuvre et d'en assurer le suivi. La mission estime, sous réserve que des investigations à la DSS démontrent le contraire, qu'il est possible de mettre en place un dispositif simple et suffisamment robuste pour assurer un niveau de supervision et de contrôle permettant une couverture adaptée des risques liés à ce secteur pour le Ministre qui en a la charge.

Recommandation n°56 : Mettre en place un plan d'action et un suivi de ce plan.

LES RECOMMANDATIONS DE LA MISSION

N°	Recommandation
1	Faire expertiser la conformité au droit européen de l'existence de classes de cotisation facultatives.
2	Définir un cadre réglementaire commun à l'ensemble des RCO.
3	Soumettre l'ensemble des RCO au PCUOSS
4	Étendre à l'ensemble des RCO l'obligation de présenter des comptes certifiés.
5	Redéfinir la nomenclature du décret n°2002-1314 afin de prendre en compte les natures juridiques et les catégories reconnues par l'autorité des marchés financiers au sein de son règlement général.
6	Mettre en place un contrôle interne fondé sur une nomenclature plus précise et mieux adaptée
7	Intégrer au décret n°2002-1314 le principe de transparence pour l'ensemble des fonds.
8	Prendre en compte la nomenclature établie par l'AMF (voir annexe 4) pour mieux caractériser les types d'OPCVM autorisés ou interdits, et intégrer des considérations techniques, notamment en ce qui concerne l'indexation des coupons des titres de créance.
9	Améliorer l'encadrement des produits dérivés en s'inspirant en partie du code des assurances.
10	Interdire explicitement les mises/prises en pension et les prêts de titres.
11	Aménager la fiscalité des caisses de retraites afin que celles-ci ne soient pas incitées à détenir des fonds dans le but d'éviter l'impôt.
12	Mettre en place un régime de dérogation au principe de la dépréciation au premier euro des titres obligataires lorsqu'ils sont portés par la caisse jusqu'à leur terme.
13	Envisager une gestion adossée. Toutefois, quel que soit le choix retenu in fine par chaque caisse, faire de ce choix de gestion une décision prise par les instances dirigeantes et portée à la connaissance des adhérents.
14	Ne pas étendre les critères d'éligibilité des actifs aux pays émergents.
15	Ne pas prévoir des poches de « décorrélation » en tant que telles : la seule notion de diversification ne saurait justifier à elle seule la réalisation d'un investissement au risque de permettre n'importe quelle acquisition.
16	Adopter une position prudentielle en n'autorisant pas la détention d'OPCI ni d'OPC équivalents européens ; à défaut, limiter drastiquement leur proportion dans le total des placements des caisses.
17	Ne pas s'exposer aux risques de change au-delà de ce que la réglementation permet en appliquant le principe de transparence.
18	Identifier, mesurer et suivre le risque de change dans le cadre du contrôle interne.
19	Inclure le tableau de ventilation des placements dans les documents certifiés par le commissaire aux comptes à l'instar de ce qui est fait pour le compte emplois ressources dans les associations faisant appel à la générosité publique
20	Prendre les arrêtés définissant les règles de valorisation des placements, la forme du rapport fait par les organismes et la périodicité de l'expertise de l'activité extérieure par un organisme spécialisé extérieur.
21	Revoir les renvois faits au code monétaire et financier.
22	Repréciser les règles en matière de gouvernance, tant sur la finalité des études actuarielles (adossé actif-passif) que sur le contenu minimal du règlement financier.

23	Mettre en place un reporting à la tutelle comportant un état détaillé des placements, un tableau ventilant les actifs selon les catégories du décret et un rapport de solvabilité.
24	Aligner la politique de formation des administrateurs sur les meilleures pratiques rencontrées.
25	Formaliser une politique de placement de manière précise en s'inspirant des pratiques courantes des institutions financières (banques, assureurs).
26	Présenter de manière claire aux instances dirigeantes le lien entre les besoins des régimes résultant des études et l'allocation stratégique retenue et les faire se prononcer explicitement sur ce point
27	Revoir les règlements financiers afin d'y inscrire précisément la politique de placement, ses objectifs et ses contraintes ainsi que les modalités de gestion et de contrôle correspondantes.
28	S'assurer du contenu de l'allocation stratégique et mieux présenter aux instances dirigeantes sa cohérence avec l'allocation tactique.
29	Introduire des personnalités qualifiées dans les conseils d'administration qui n'en disposent pas.
30	Mettre en place un contrôle interne couvrant le champ des placements et les risques spécifiques qu'ils présentent.
31	Mettre en place un comité d'audit au sein du conseil d'administration.
32	Produire à une périodicité régulière une vision en transparence du portefeuille.
33	Faire figurer dans les conventions et dans les prospectus les dispositions prudentielles réglementaires ou propres aux organismes.
34	Mettre à jour régulièrement les conventions.
35	Mettre en place un suivi formalisé des frais de gestion à destination des organes délibérants.
36	Préciser et quantifier au sein des conventions les objectifs de gestion ainsi que les contraintes qualitatives et quantitatives en matière de risques.
37	Inclure un « budget risque » dans chaque convention de gestion.
38	Demander aux caisses de mieux suivre l'activité de leurs gérants en matière de frais, de rotation du portefeuille, de mesure des risques pris.
39	Utiliser les alertes dépositaires et inclure leur suivi dans le contrôle interne.
40	Mettre en place un système à deux étages prévoyant par défaut l'accès aux seuls produits simples, et aux produits complexes sous condition d'agrément par l'AMF.
41	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, etc.).
42	Interdire les voyages et séminaires à caractère non professionnel.
43	Confier la responsabilité de la déontologie à un comité du conseil (comité d'audit) et non au bureau exécutif.
44	Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique des RCO.
45	Demander à l'URSSAF de Paris un contrôle de la mise en œuvre de l'article 21 de la LFSS 2011 par les sociétés de gestion.
46	Prendre contact avec l'AMF pour évaluer les modalités d'intégration de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans ses propres contrôles.
47	Préciser que la sélection des fonds dédiés doit être soumise aux règles applicables aux RCO en matière de commande publique.
48	Faire publier sur le site internet des caisses leurs comptes, un état détaillé de leurs placements selon un format défini par la tutelle ainsi que de la liste des pays dans lesquelles elles investissent (au 1er euro et en transparence totale sur l'ensemble des fonds).

49	Envisager des mutualisations de l'activité de placement.
50	Renforcer les contraintes portant sur les caisses ayant des structures de gestion interne limitées.
51	Permettre des échanges d'informations entre l'AMF et l'IGAS.
52	Mettre en place un plan de contrôle pluriannuel.
53	Procéder à la rédaction d'un guide de contrôle.
54	Assurer le maintien de la compétence technique nécessaire à l'IGAS.
55	Prévoir des dispositions réglementaires permettant de gérer des situations exceptionnellement difficiles.
56	Mettre en place un plan d'action et un suivi de ce plan.

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 1 : MÉTHODE

1 ORGANISMES AYANT FAIT L'OBJET D'UN CONTROLE SUR PLACE

Auteurs	Objet	n° et date
Virginie CAYRÉ, Vincent RUOL	Contrôle des placements de la caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF)	Rapport RM2012-129P, Juin 2013
Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD	Contrôle des placements de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens	Rapport RM2012-63P, Juin 2013
Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD	Contrôle des placements de la caisse de retraite des notaires	Rapport RM2012-110P, Mars 2013
Yann-Gaël AMGHAR, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD, Vincent RUOL	Contrôle des placements de la caisse de retraite des personnels navigants professionnels de l'aéronautique civile	Rapport RM2012-062P, Décembre 2012
Virginie CAYRÉ, Vincent RUOL	Contrôle des placements des fédérations AGIRC et ARRCO	Rapport RM2012-106P, Juin 2013
Vincent RUOL	Contrôle des placements de l'institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC)	Rapport RM2012-064P, décembre 2012
Delphine CHAUMEL, Frédéric SALAS	Contrôle de la gestion de la caisse nationale des barreaux français	Rapport RM2012-91P, octobre 2012
André BERNAY, Nicolas BONDONNEAU	Contrôle des activités retraite du groupe de protection sociale REUNICA	rapport RM2012-101, mission en cours

La Caisse autonome de retraite et de prévoyance des infirmiers, masseurs-kinesithérapeutes, pédicures-podologues, orthophonistes et orthoptistes (CARPIMKO) fait l'objet d'un contrôle, encore en phase contradictoire lors de la rédaction du présent rapport (Nathanaël ABECERA, Carole LÉPINE et Frédéric SALAS, rapport RM2013-042P), dont les résultats n'ont pas pu être exploités par la mission.

2 ORGANISMES AYANT FOURNI DES ETATS DETAILLES DES PLACEMENTS

[396] Ont été sollicités les organismes suivants, gérant un (ou plusieurs) régimes complémentaires :

- la caisse centrale de la mutualité sociale agricole (CCMSA) ;
- le régime social des indépendants (RSI) ;
- l’Institution de retraite complémentaire de l’enseignement et de la création (IRCEC) ;
- l’établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) ;
- la Caisse autonome de retraite des chirurgiens dentistes et des sages-femmes (CARCDSF) ;
- la Caisse autonome de retraite et de prévoyance des infirmiers, masseurs-kinésithérapeutes, pédicures-podologues, orthophonistes et orthoptistes (CARPIMKO) ;
- la Caisse autonome de retraites et de prévoyance des vétérinaires (CARPV) ;
- la Caisse d'allocation vieillesse des agents généraux et des mandataires non salariés de l'assurance et de la capitalisation (CAVAMAC) ;
- la Caisse d'assurance vieillesse des experts-comptables et des commissaires aux comptes (CAVEC) ;
- la Caisse d’assurance vieillesse des officiers ministériels, des officiers publics et des compagnies judiciaires (CAVOM) ;
- la Caisse interprofessionnelle de prévoyance et d'assurance vieillesse (CIPAV).

ANNEXE 2. : DE LA CONSTITUTION ET DE L'UTILISATION DES RESERVES

1 LA CONSTITUTION DE RESERVES PERMANENTES PEUT S'ENVISAGER DANS UN REGIME OBLIGATOIRE GERE EN REPARTITION

[397] Dans le domaine de l'assurance facultative gérée en capitalisation, des provisions techniques sont inscrites au passif du bilan pour couvrir les charges liées aux sinistres et prestations futures⁸¹. Ces engagements doivent être en permanence couverts⁸² par des actifs admis⁸³ en représentation des engagements.

[398] Ces régimes en capitalisation sont souvent opposés à la répartition sur la base de deux critères :

- l'existence d'un lien individualisé entre cotisations et prestations ;
- le financement des prestations par les cotisations passées.

[399] Or, la mission considère que ces deux critères ne permettent pas de distinguer complètement les deux systèmes, notamment car ils n'excluent pas que les régimes en répartition empruntent certaines caractéristiques attribuées aux régimes en capitalisation.

[400] Tout d'abord, l'existence d'un lien individualisé entre cotisations et prestations en capitalisation, par opposition à l'existence de transferts redistributifs au sein des régimes en répartition ne constitue pas un critère pertinent. À supposer que, empiriquement, les droits soient plus souvent individualisés dans les régimes en capitalisation et les transferts intra-générationnels plus importants dans les régimes en répartition, cette coïncidence est relativement accidentelle et non consubstantielle :

- il est possible de concevoir un régime en répartition pure reposant sur un strict lien entre prestations et cotisations (le niveau des cotisations versées au cours de la carrière déterminerait la « part » des cotisations de l'année à laquelle aurait droit le retraité) ;
- au contraire, on peut concevoir des droits non strictement contributifs au sein d'un régime en capitalisation : c'est par exemple le cas de la subvention implicite versée par les hommes au profit des femmes d'un régime de retraite.

⁸¹ Articles R. 331-1 du code des assurances, R. 931-10-12 du code de la sécurité sociale (pour ce qui concerne les institutions de prévoyance) et R. 212-21 du code de la mutualité.

⁸² R. 332-1 du code des assurances, R. 931-10-19 du code de la sécurité sociale et L. 212-1 du code de la mutualité.

⁸³ R. 332-2 du code des assurances, R. 931-10-21 du code de la sécurité sociale, et R. 212-31 du code de la mutualité.

- [401] Ensuite, une discussion plus approfondie doit porter sur le critère selon lequel dans un régime en capitalisation, les prestations actuelles sont financées par des cotisations passées, alors que dans un régime en répartition, les prestations d'une année seraient financées par des cotisations de cette même année. Cette définition implique que la gestion d'un régime en capitalisation se traduit par la constitution d'immobilisations importantes, et qu'un régime en répartition « pure » pourrait s'affranchir complètement de la détention de réserves, en ayant pour cible de pilotage l'équilibre instantané (ou plutôt annuel), qu'il atteindrait en revoyant, chaque année (voire de manière infra-annuelle) ses paramètres : taux de cotisation (et valeur d'acquisition du point s'il s'agit d'un régime en points), niveau des pensions (pour le stock et/ou pour les nouvelles pensions ; dans un régime en points, la valorisation du stock et celle des nouvelles pensions sont souvent liées par la valeur de service du point, mais peuvent être également déconnectées). Dans ce cas, il n'est *a priori* pas nécessaire de constituer des réserves.
- [402] Un tel pilotage instantané comporte toutefois deux limites :
- il donne une faible visibilité sur l'évolution des cotisations et des droits, et peut donc être néfaste aux anticipations économiques ;
 - il est source d'inégalités structurelles entre les différentes générations d'assurés : le taux de rendement de l'opération retraite dépendra, pour chaque « génération » – que les évolutions des paramètres soient calibrées sur les dates de liquidation ou sur les dates de naissance – de l'évolution des conditions économiques et démographiques au cours de leur carrière. Le rendement peut donc être très élevé pour les générations si le régime est en phase de croissance démographique et très faible si la démographie du régime devient défavorable.
- [403] Il peut alors être souhaitable de passer d'une cible d'équilibre annuel à une cible d'équilibre pluriannuelle, pour deux motifs :
- une visibilité accrue de l'évolution des paramètres ;
 - une plus grande équité intergénérationnelle.
- [404] Ces deux motifs peuvent converger mais ne se recoupent pas nécessairement : une visibilité accrue peut être réalisée par une stabilité des paramètres du régime de retraite sur un horizon de trois à cinq ans. Il ne s'agit alors que de lisser les effets du cycle économique, alors que la recherche d'équité intergénérationnelle s'apprécie sur un horizon temporel plus long : il peut s'agir de lisser des chocs démographiques tels qu'une « bosse » ou un « creux » dans le rapport de dépendance du régime.
- [405] **Passer d'une cible d'équilibre annuel à un pilotage pluriannuel implique que le solde du régime peut s'éloigner de l'équilibre au-delà d'une année, ce qui conduit soit à la constitution de réserves, soit à des besoins de financement.**
- [406] Le financement des prestations d'une année par les cotisations d'une même année ne constitue pas non plus un critère satisfaisant, puisque les régimes peuvent s'éloigner de l'équilibre annuel et constituer des réserves.
- [407] La mission propose ainsi de distinguer les régimes en capitalisation des régimes en répartition (y compris lorsque ceux-ci accumulent des réserves, éventuellement dans le cadre d'une règle d'équilibre à long terme du régime par épuisement des réserves) par leur régime extinctif :
- un système par capitalisation peut, en théorie, s'arrêter sans que les assurés ne soient lésés, puisque les sommes correspondant aux engagements à leur égard sont provisionnées dans les comptes de l'assureur et doivent en principe leur garantir que les prestations qui leur sont dues seront effectivement réglées ;
 - au contraire, un système par répartition qui s'arrêterait ne permettrait plus de servir les prestations des assurés sinistrés et ferait donc « défaut ». Un système par répartition

doit donc s'assurer de ses ressources futures et ne peut par conséquent fonctionner que s'il est obligatoire.

[408] **Le critère du régime extinctif constitue le bon argument pour distinguer un régime en répartition provisionnée d'un régime en capitalisation. Notamment, la détention de réserves dans une cible « réserves + produits futurs des réserves = prestations futures – cotisations futures »⁸⁴ à un horizon de long terme s'applique certes à un régime en capitalisation mais aussi à un régime en répartition : en effet, cette cible est compatible avec le fait qu'un régime en répartition a besoin de cotisations futures. À noter qu'en cas de sur couverture du déficit estimé par les réserves, les questions du montant desdites réserves et de leur utilisation/distribution se posent.**

[409] La plupart des RCO examinés dans ce rapport constituent bien des régimes en répartition au sens où, même lorsqu'ils vérifient une égalité de long terme « réserves + produits futurs des réserves = prestations futures – cotisations futures », ils ne pourraient fonctionner plus de quelques années sans cotisations futures.

[410] En revanche, une règle « cotisations de l'année = engagements pris dans l'année » rapprocherait ces régimes d'une logique de capitalisation.

2 LES REGIMES OBLIGATOIRES EN REPARTITION PROVISIONNEE PRESENTENT TOUTEFOIS DES DIFFERENCES FONDAMENTALES AVEC LES REGIMES D'ASSURANCE FACULTATIVE

[411] Le cadre conceptuel dans lequel un régime d'assurance privée est géré ne peut être transposé dans un régime par répartition obligatoire dont les paramètres sont déterminés par des décisions des pouvoirs publics ou des instances de pilotage du régime, pour plusieurs raisons :

- le « passif » n'est pas défini avec la même précision que dans un régime en capitalisation. En effet, la valorisation des engagements de retraite dépend largement des décisions prises sur l'évolution des règles de liquidation des droits, qui ne sont pas fixées de façon contractuelle entre le régime et les assurés, mais peuvent être modifiées par les pouvoirs publics ou l'organisme portant le régime. Cette faculté de modifier les règles de liquidation des droits au cours du temps est davantage limitée par les contraintes politiques que par des contraintes juridiques ;
- les régimes reposant sur une obligation disposent d'un actif non valorisable, qui est la capacité à accroître le prélèvement pour les financer ;
- les notions comptables renvoyant au partage des droits entre actionnaires et assurés (marges de solvabilité) n'ont pas de sens dans des régimes publics.

Encadré : l'intangibilité des droits à retraite

Les jurisprudences du Conseil constitutionnel, du Conseil d'État et de la Cour de cassation retiennent que le paiement des cotisations ne confère aucun droit « acquis » et que seule la liquidation confère à ce droit un caractère définitif ; le Conseil constitutionnel considère toutefois que le principe d'intangibilité des droits liquidés n'est pas un principe constitutionnel : « aucune règle ni aucun principe constitutionnel ne garantit l'intangibilité des droits à retraite liquidés » (décision DC n°94-348 du 3 août 1994).

Toutefois, la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, dans l'application qu'elle fait de l'article 1^{er} du premier protocole additionnel à la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, restreint la remise en cause de droits à pension déjà liquidés, en imposant au législateur de ménager un juste équilibre entre l'atteinte portée à ces droits et les motifs d'intérêt général susceptibles de la justifier. En effet, depuis l'arrêt *Stec et autres. c/ Royaume-Uni* (CEDH, décision sur la recevabilité du 6 juillet 2005, req. n° 65731/01 et 65900/01,

⁸⁴ Cette équation s'entend en valeurs actuelles probables : la valeur actuelle estimée du déficit futur est couverte par la valeur actuelle des réserves et des produits générés.

§54), le versement d'une prestation d'aide sociale – contributive ou non – doit être assimilé à un intérêt patrimonial protégé par l'article 1^{er} du protocole n° 1 : « *dès lors qu'un Etat contractant met en place une législation prévoyant le versement automatique d'une prestation sociale – que l'octroi de cette prestation dépende ou non du versement préalable de cotisations –, cette législation doit être considérée comme engendrant un intérêt patrimonial relevant du champ d'application de l'article 1 du Protocole no 1 pour les personnes remplissant ses conditions* ».

ANNEXE 3 : L'ETAT DETAILLE DES PLACEMENTS (EDP) DEMANDE AUX ORGANISMES

- [412] Afin d'évaluer les montants et les diverses natures des placements détenus par les caisses assurant la gestion des régimes complémentaires obligatoires, la mission a conduit une enquête auprès des différents organismes gestionnaires.
- [413] Les caisses ayant fait l'objet d'un contrôle sur place ont été invitées à répondre sur les exercices 2006 à 2011. Pour les autres, seule l'année 2011 a été demandée.
- [414] Cette enquête a pris la forme d'un tableur Excel destiné à accueillir ligne à ligne l'ensemble des placements détenus par chaque caisse. Le détail des placements détenus via des OPCVM a également été demandé.
- [415] Le tableau à remplir comportait 33 colonnes permettant non seulement de valoriser chaque titre mais également de caractériser la nature du placement en question. Le détail des informations demandées est reporté ci-après.
- [416] La grande hétérogénéité en termes de qualité des réponses fouines appelle deux observations. La première est que sur ces 33 colonnes seules celles ayant trait à la valeur nette, à la nature réglementaire et au type d'OPCVM ont pu être exploitées mais non sans risque d'erreurs. Au vu des irrégularités que la mission a pu constater lors de ses investigations sur place, il n'est pas possible de faire entièrement confiance aux diverses ventilations fournies par les caisses. La seconde observation est qu'étant donné ce constat la mise en place d'un reporting à destination de la tutelle devra se faire en portant la plus grande attention à la qualité des données transmises.

1. **Code ISIN :**

Cette colonne doit permettre d'identifier le titre immédiatement, il s'agit du code ISIN des titres lorsqu'ils en ont un (exemple : FR0010288357). Pour les actifs ne disposant pas de code ISIN, il convient de laisser ce champ vide.

2. **Désignation du titre :**

Cette colonne doit permettre de comprendre rapidement le type de titre. Par exemple : « OAT 3,25% 02/13 », « immeuble XXX ».

3. **Nombre de titres :**

Il s'agit du nombre de titres détenus correspondant à cette ligne.

4. **Nominal unitaire du titre :**

L'organisme indique ici le nominal unitaire du titre en euros. Il est important de noter que le nombre et le nominal unitaire des titres doivent être exacts. En particulier, l'utilisation d'un facteur 10^x est à proscrire.

5. **Nom de l'émetteur / de la contrepartie :**

Il s'agit du nom de l'entité juridique émettrice du titre (par exemple : HSBC Financial Services).

6. **Nom du groupe de l'émetteur / de la contrepartie :**

Si l'émetteur appartient à un groupe, quel que soit la forme juridique de ce dernier (par exemple : HSBC Holdings PLC).

7. Secteur :

8. Etat de localisation du titre ou dépôt :

Cette colonne indique l'état de localisation du titre ou, le cas échéant, des dépôts. La valeur attendue est le code à 2 lettres de la norme internationale ISO (FR, LU, ES, NO, ...).

9. Devise :

Il s'agit du sigle de la devise correspondant à la normalisation ISO (EUR, CHF, GBP, USD,...)

10. Taux de change retenu :

Pour les actifs libellés dans une devise autre que l'euro, il convient d'indiquer ici le taux de change retenu pour effectuer la conversion. Pour permettre une vision juste, il est important que le taux de change utilisé pour effectuer la conversion au 31/12/n soit le taux en vigueur au moment de l'arrêté des comptes de l'année n. Le taux de change indiqué est le taux de change EUR/devise (donc inverse du taux de change conventionnel pour la livre britannique). Le tableau se lit donc : contrevalet en euros * taux de change retenu = valeur dans la devise étrangère.

11. Nature :

Cette colonne vise à classer les titres en fonction de leur nature (valeurs mobilières, actifs immobiliers, prêts et dépôts). L'information à reporter dans la colonne est le nombre (de 1 à 14) correspondant à la nature du titre en question. Les natures possibles sont les suivantes :

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

12. Titre mis en pension :

Ce champ est à remplir par « oui » ou par « non » pour l'ensemble des titres.

13. Affectation de l'immobilier :

La liste associée à ce champ est fermée : « Exploitation », « location bureaux », « autre location », « placement », « autre ».

[417] Les colonnes suivantes sont à remplir directement pour les titres libellés en euros, et en utilisant la contre-valeur en euros des titres pour les opérations en devises.

14. Valeur brute comptable (contre-valeur en euro le cas échéant) :

15. Amortissements (contre-valeur en euro le cas échéant) :

16. Dépréciations (contre-valeur en euro le cas échéant) :

17. Surcote, décote (contre-valeur en euro le cas échéant) :

18. Valeur nette (contre-valeur en euro le cas échéant) :

La valeur nette inscrite ici est nette des colonnes précédentes.

19. Valeur de réalisation (contre-valeur en euro le cas échéant) :

20. Valeur nette comptable à l'ouverture de l'exercice comptable (contre-valeur en euro le cas échéant) :

21. Montant cumulé des achats (contre-valeur en euro le cas échéant) :

La valeur à inscrire dans cette colonne correspondant à la somme des valeurs d'achat du titre correspondant pendant l'exercice comptable considéré. Ainsi, pour une obligation achetée à 100, vendue puis rachetée à 98, puis vendue, puis rachetée à 100 ; il conviendra d'indiquer la valeur 298, soit 100+98+100.

22. Montant cumulé des ventes (contre-valeur en euro le cas échéant) :

La valeur à inscrire dans cette colonne correspondant à la somme des montants vendus pendant l'exercice comptable considéré. Ainsi, pour une obligation achetée à 100, vendue à 102 puis rachetée, puis vendue à 104, il conviendra d'indiquer la valeur 206, soit 102+104.

23. Valeur de remboursement :

Cette valeur n'est à indiquer que pour les titres de créances.

24. Année de remboursement :

Cette donnée n'est à indiquer que pour les titres de créances.

25. Taux de coupon annuel (%) :**26. Type de coupon :**

La liste de champs possibles est fermée : « fixe », « indexé sur l'inflation », « indexé usuel », « variable ».

27. Capital garanti :

Ce champ est à remplir par « oui » si le nominal est garanti à terme. Dans le cas contraire, renseigner « non ». Ce champ est à remplir pour l'ensemble des titres.

28. Type de remboursement :

Cette colonne n'est à renseigner que pour les titres de créances. La liste de champs possible est fermée : « fixe », « conditionnel », « en actions », « convertible sur option », « autre ».

29. Nature juridique de l'OPCVM :

La liste de champs possible est fermée : « OPCVM à vocation générale », « OPCVM ARIA », « OPCVM contractuel », « FCIMT », « FCPR », « OPCVM de droit européen », « autre ».

30. Type de l'OPCVM :

« Dédié » ou « non dédié »

31. Classification AMF de l'OPCVM :

La liste de champs possible est fermée : « actions françaises », « actions zone euro », « actions communauté européenne », « actions internationales », « obligations et titres de créance euros », « obligations et titres de créance internationaux », « monétaire euros », « monétaire à vocation internationale », « fonds alternatifs », « fonds à formule », « diversifiés ».

32. Méthode de valorisation utilisée :

L'organisme indique comment a été déterminée la valeur de réalisation indiquée : il sépare ainsi en différentes catégories : « prix de marché » (qui comprend les cours côtés et les prix indiqués par un courtier, même sans engagement ferme), « prix de modèle » (lorsque la valeur a été obtenue grâce à un modèle utilisé par l'organisme ou par appel à un prestataire externe), « expertise » (pour les immeubles et les actifs non-côtés) et « actualisation » pour les actualisations de valeurs de biens immobiliers, hors expertise.

33. Lien vers le prospectus AMF :

ANNEXE 4: LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'OPCVM

[418] L'objet de la présente annexe est de présenter « simplement » les différentes catégories d'OPCVM. Afin d'appréhender la nature et le fonctionnement d'un OPCVM, et en dépit d'une forte dimension technique, il est important de ne pas confondre les trois notions suivantes :

- la nature juridique ;
- les formes particulières ;
- la classification AMF.

[419] Tout OPCVM présente une nature juridique définie dans le code monétaire et financier (CMF) et peut, en fonction de cette première enveloppe, revêtir des formes particulières également définies dans ce même code et comprendre différentes catégories de part. À noter que le code monétaire et financier est susceptible de connaître d'importantes évolutions dans les mois à venir sous l'effet de la transposition de la directive AIFM.

[420] Par ailleurs, la plupart de ces types juridiques d'OPCVM sont soumis à une classification établie par l'AMF.

1 NATURE JURIDIQUE DES OPCVM DEFINIE DANS LE CODE MONETAIRE ET FINANCIER

[421] Les OPCVM de **droit français** recouvrent diverses natures juridiques en fonction de leurs règles d'investissement et de fonctionnement ainsi que de la clientèle ciblée. La réglementation afférente est codifiée à la section 1 du chapitre IV du titre I du livre II du code monétaire et financier.

[422] Les différents types d'OPCVM sont les suivants :

- Les **OPCVM de droit commun** habituellement appelés « OPCVM à vocation générale » (SICAV et FCP). Il est important de remarquer qu'il n'existe pas de limite globale par classe d'actifs ou par catégorie de titres à l'exception de celle mentionnée à l'article R. 214-5 du CMF (« ratio poubelle » de 10 %). De telles limites existent en revanche dans le cadre des classifications définies par l'AMF. Notons que ces OPCVM ne sont pas à explicitement intitulés « de droit commun » dans le CMF mais ce sont les OPCVM de base qui ne sont soumis à aucune dérogation et qui ne présentent pas de spécificité juridique.
- Les **OPCVM ARIA** (A Règles d'Investissement Allégées) qui bénéficient de règles de gestion assouplies et permettent ainsi de mettre en œuvre des stratégies de gestion alternative.
- Les **OPCVM contractuels** qui ne font pas l'objet d'un agrément de l'AMF mais d'une procédure déclarative. Leurs règles de fonctionnement et de gestion sont prévues contractuellement par leur prospectus.
- Les **FCIMT** (Fonds Communs d'Intervention sur les Marchés à Terme). Il s'agit de la première génération d'OPCVM ayant permis la mise en œuvre de la gestion alternative, notamment grâce au recours à un effet de levier non limité.
- Les **FCPR** (Fonds Communs de Placement à Risques) qui consistent en une prise de participation en capital dans des sociétés généralement non cotées sur un marché réglementé pour financer leur démarrage ou leur croissance, leur survie ou leur

changement de mains. Les porteurs de parts de FCPR ne peuvent demander le rachat de celles-ci durant une période qui ne peut excéder 10 ans. On distingue :

- les FCPR agréés qui comportent, en plus de la catégorie générale, deux sous-catégories :
 - ✓ les **FCPI** destinés à favoriser le financement de l'innovation industrielle
 - ✓ les **FIP** destinés à favoriser le développement des entreprises qui ont un caractère régional marqué.
- les FCPR non agréés (soumis à une procédure déclarative) :
 - ✓ les **FCPR à procédure allégée** pouvant prendre la forme de FCPI (mais pas de FIP)
 - ✓ les **FCPR contractuels** dont les règles d'investissement et d'engagement sont fixées librement dans leur règlement ; ils ne peuvent prendre la forme de FCPI ni de FIP.
- Les OPCVM d'épargne salariale réservés aux salariés d'entreprises proposant un plan d'épargne entreprise. (FCPE : Fonds Communs de Placement d'Entreprise, SICAVAS : Société d'Investissement à Capital variable d'Actionnariat Salarié).

[423] À noter que les FCPR contractuels ne sont pas des OPCVM contractuels. Bien que la frontière entre ces deux types d'OPCVM ne soit pas des plus claires, ils correspondent à deux natures juridiques différentes.

[424] Les prospectus des OPCVM mentionnent leur forme juridique lorsqu'il s'agit d'OPCVM spécifiques (ARIA, contractuels, FCPR, FCIMT) et comportent alors un avertissement idoine.

[425] Certaines formes de gestion spécialisées nécessitent que la société de gestion de portefeuille ait préalablement fait approuver par l'AMF un programme d'activité spécialisé, en complément de son programme d'activité de base. Les gestions concernées sont :

- la gestion d'OPCVM ARIA à effet de levier ;
- la gestion d'OPCVM ARIA de fonds alternatifs ou de tout autre portefeuille (OPCVM ou mandat) investi en partie dans des fonds d'investissement de droit étranger alternatifs ;
- la gestion d'OPCVM contractuels ;
- la gestion d'OPCVM d'épargne salariale ;
- l'utilisation de titres non cotés (FCPR ou mandats) ;
- l'utilisation d'instruments financiers à terme complexes ;
- la gestion d'OPCI (qui ne sont pas des OPCVM).

2 FORMES PARTICULIERES D'OPCVM

[426] En sus des différentes natures juridiques définies plus haut, le CMF prévoit des formes d'OPCVM particulières. Les OPCVM de chacune des catégories juridiques peuvent être gérés de manière « standard » ou, pour la plupart, adopter une ou plusieurs des formes particulières décrites ci-après :

- les OPCVM à compartiments: un OPCVM, dit « de tête », peut comporter plusieurs « sous-OPCVM », appelés compartiments, juridiquement indépendants les uns des autres mais pouvant ainsi être commercialisés sous la même dénomination, celle de l'OPCVM de tête.

- les OPCVM maîtres et nourriciers: un OPCVM nourricier investit la totalité de son actif dans des parts ou actions d'un seul OPCVM dit maître et, à titre accessoire, en liquidités.
- les OPCVM d'OPCVM: OPCVM investissant plus de 10% de leur actif dans d'autres OPCVM ou dans des fonds d'investissement sous certaines conditions.
- les OPCVM à formule dont l'objectif est d'atteindre à une certaine échéance un montant déterminé par une formule de calcul prédéfinie.
- les OPCVM indiciels dont l'objectif est de suivre l'évolution d'un indice.

[427] Toutes ces formes d'OPCVM sont cumulatives entre elles, mis à part les OPCVM à formule et les OPCVM indiciels qui ne peuvent pas coexister au sein d'un même véhicule. Néanmoins, un OPCVM à compartiments peut contenir un compartiment « OPCVM à formule » et un compartiment « OPCVM indiciel ».

[428] Tous les types d'OPCVM définis *supra* peuvent être constitués sous la forme d'OPCVM à compartiments et être OPCVM maîtres ou nourriciers, à l'exception des FIP qui ne peuvent revêtir aucune de ces trois formes.

3 LA CLASSIFICATION AMF

[429] L'AMF a établi une classification applicable à l'ensemble des OPCVM - hormis les FCPR et les FCIMT - et qui les répartit en **six familles** selon l'orientation des placements et la nature de la gestion mise en œuvre.

[430] Cette classification est définie au chapitre III de l'instruction n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF à l'exception des FCIMT, FCPR, FCPI, FIP, FCPE et des SICAVAS et au chapitre III de l'instruction n° 2005-04 relative au prospectus complet des OPCVM contractuels et des FCIMT.

[431] Les six familles de la classification AMF sont les suivantes :

- Les OPCVM « actions » qui présentent en permanence une exposition d'au moins 60 % sur le marché des actions.
- Les OPCVM « obligations et autres titres de créance » qui évoluent généralement sous l'influence des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés financiers et pour lesquels l'exposition au risque action **n'excède pas 10 %** de l'actif net. Leur risque est mesuré par référence au concept de sensibilité (*duration* modifiée).
- Les OPCVM « monétaires » qui suivent un indice du marché monétaire, pour lesquels le risque action est interdit et dont la sensibilité (*duration* modifiée) est comprise entre 0 et 0,5.
- Les OPCVM « de fonds alternatifs » qui investissent plus de 10 % dans d'autres OPCVM ou fonds d'investissement mettant en œuvre des stratégies alternatives.
- Les OPCVM « fonds à formule » dont l'objectif de gestion est d'atteindre, à une date déterminée, un montant obtenu par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou des instruments financiers, ainsi que de distribuer, le cas échéant, des revenus, déterminés de la même façon.
- Les OPCVM « diversifiés » qui ne relèvent d'aucune autre catégorie et qui recouvrent notamment les gestions profilées (mixtes actions / obligations), les gestions discrétionnaires ou les gestions fondées sur des classes d'actifs particulières (matières premières, volatilité...).

[432] Les trois premières familles sont déclinées en fonction de la zone géographique d'appartenance. Ainsi, au sein de la famille « actions », distingue-t-on :

- les OPCVM « actions françaises »
- les OPCVM « actions des pays de la zone euro »
- les OPCVM « actions des pays de la Communauté européenne »
- les OPCVM « actions internationales ».

[433] De même, les OPCVM obligataires sont subdivisés en :

- OPCVM « obligations et autres titres de créance libellés en euro »
- OPCVM « obligations et autres titres de créance internationaux ».

[434] Les OPCVM monétaires, quant à eux, regroupent :

- les OPCVM « monétaires euro »
- les OPCVM « monétaires à vocation internationale »

Tableau 8 : Classification AMF

Forme juridique des OPCVM		Classification AMF en six familles					
		Actions	Obligations et autres titres de créance	Monétaires	OPCVM de fonds alternatifs	Fonds à formule	Diversifiés
OPCVM à vocation générale		■	■	■		■	■
OPCVM ARIA	sans effet de levier	■	■	■	■	■	■
	à effet de levier	■	■	■	■	■	■
	de fonds alternatifs				■		
OPCVM contractuel		■	■	■	■	■	■
OPCVM à procédure allégée ⁸⁵		■	■	■			■
FCIMT		non soumis aux classifications					
FCPR agréé	FCPR classique						
	FCPI						
	FIP						
FCPR non agréé	FCPR à procédure allégée						
	FCPR contractuel						
OPCVM d'épargne salariale		■	■	■		■	■

Source : IGAS.

[435] La classification AMF constitue une des premières rubriques du prospectus d'un OPCVM.

[436] Au-delà des règles inhérentes à sa classe, tout OPCVM doit observer les règles de gestion définies dans son prospectus.

⁸⁵ Les classes « OPCVM à formule » et « OPCVM de fonds alternatifs » sont postérieures à l'entrée en vigueur de la loi de sécurité financière qui a figé les OPCVM à procédure allégée. Ces derniers ne peuvent donc être catégorisés de la sorte mais peuvent revêtir la classification « OPCVM garantis ou assortis d'une protection », obsolète aujourd'hui.

[437] Il ne faut pas confondre la nature juridique « ARIA - OPCVM de fonds alternatifs » et la classe AMF « OPCVM de fonds alternatifs ». Un OPCVM ARIA de fonds alternatifs est forcément classé « OPCVM de fonds alternatifs » alors qu'un OPCVM classé « OPCVM de fonds alternatifs » n'est pas nécessairement ARIA de fonds alternatifs.

[438] Il y a une stricte concordance entre la forme « OPCVM à formule » définie au II et la classification « fonds à formule ».

[439] Les OPCVM indiciels peuvent endosser différentes classifications (actions, obligations, OPCVM de fonds alternatifs) en fonction de l'indice qu'ils cherchent à répliquer.

Tableau 9 : Correspondance entre la typologie du CMF, la ventilation de l'article R. 623-3 du CSS et la classification AMF

Forme juridique des OPCVM		Catégorie de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale	Classification AMF					
			Actions	Obligations et autres titres de créance	Monétaires	OPCVM de fonds alternatifs	Fonds à formule	diversifiés
OPCVM à vocation générale		5°		■	■			
		8°	■	■	■		■	■
OPCVM ARIA	sans effet de levier	8°	■	■	■	■	■	■
	à effet de levier	8°	■	■	■	■	■	■
	de fonds alternatifs	8°				■		
OPCVM contractuel		8°	■	■	■	■	■	■
OPCVM à procédure allégée		8°	■	■	■			■
FCIMT		Non admissibles	Non applicable					
FCPR agréé	FCPR classique	6°						
	FCPI	6°						
	FIP	Non admissibles						
FCPR non agréé	FCPR à procédure allégée	6°						
	FCPR contractuel	6°						
OPCVM d'épargne salariale		Non admissibles						

Source : IGAS.

[440] Les OPCVM « monétaires » et « obligations et autres titres de créance » ne relèvent pas systématiquement de la catégorie 5 de l'article R. 623-3 du code de la Sécurité sociale. En effet, de tels OPCVM ne sont pas nécessairement investis exclusivement en valeurs mentionnées aux 1° à 4° du même article. Dès lors, il est impératif de s'assurer via le prospectus des OPCVM que ceux-ci respectent bien les conditions posées au 5°.

[441] Par ailleurs, suite à une erreur matérielle, la dernière rédaction de l'article R. 623-6 du code de la sécurité sociale n'admet plus la détention des OPCVM dédiés.

ANNEXE 5 : LES PLACEMENTS ADMISSIBLES AU SENS DU DECRET N°2002-1314 MODIFIE

[442] Cette annexe vise à présenter synthétiquement les dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Ce décret est codifié aux articles R. 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale.

1 UN CADRE QUI A CONNU DES EVOLUTIONS SUBSTANTIELLES

[443] Il est important de noter que le décret renvoie au code monétaire et financier (CMF) et que ce dernier a fait l'objet de nombreuses évolutions depuis la parution dudit décret. Les articles du code de la sécurité sociale codifiant le décret de 2002 ont également connu des évolutions, pas toujours heureuses, si bien que **des renvois au code monétaire et financier peuvent être obsolètes ou manifestement erronés.**

[444] Le décret de 2002 autorise la détention d'OPCVM dans trois cas. Dans les deux premiers, la nature juridique des OPCVM doit être conforme aux dispositions de l'article R. 623-6. Le dernier cas traite la question des FCPR : non admis au titre de l'article R. 623-6, ils le deviennent par l'article R. 623-3. Le tableau suivant résume les évolutions de l'article R. 623-6.

Tableau 10 : Evolutions de l'article R. 623-6

Validité de l'article	Disposition de l'article R. 623-6 (hors dispositions touchant la coordination)	OPCVM autorisés
Du 1 novembre 2002 au 29 mai 2004	En application des 5° et 8° de l'article R. 623-3, les caisses nationales, de base ou sections professionnelles, sont autorisées à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et les parts de fonds communs de placement régis par les sous-sections 1 à 5 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier.	OPCVM à vocation générale. Ne sont pas admis au titre de cet article : <ul style="list-style-type: none"> • OPCVM ARIA • FCPR • OPCVM d'épargne salariale • FCIMT
Du 29 mai 2004 au 4 août 2011	En application des 5° et 8° de l'article R. 623-3, les caisses nationales, de base ou sections professionnelles sont autorisées à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et les parts de fonds communs de placement régis par les sous-sections 1 à 6 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier.	Pas de modification substantielle dans la mesure où la numérotation du CMF a elle aussi évoluée entre temps. NB : La sous section 6 traite des OPCM réservés à certains investisseurs.
Depuis le 4 août 2011	En application des 5° et 8° de l'article R. 623-3, les caisses nationales, de base ou sections	OPCVM à vocation générale destinée à tout investisseur. Ne relèvent

	professionnelles sont autorisées à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et les parts de fonds communs de placement régis par la sous-section 1 et l'article L. 214-27 de la sous-section 2 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier.	donc pas de l'article les: <ul style="list-style-type: none"> • FCPR, • OPCVM réservé (agrée ou déclaré) à certains investisseurs • OPCVM d'épargne salariale
--	--	--

Source : IGAS.

[445] Comme précisé dans le tableau *supra*, les dispositions touchant la question des OPCVM coordonnés européens n'ont pas été ici reportées. L'article R. 623-6 autorise ces OPCVM. Pourtant, la Sous-section 1 du code monétaire et financier à laquelle renvoie l'article traite des OPCVM coordonnés. L'article est ainsi en partie redondant en renvoyant à des dispositions qu'il traite lui-même par ailleurs.

[446] **Surtout, la dernière version en date de l'article R. 623-6 est vraisemblablement le fruit d'une erreur matérielle.** La référence au seul article L. 214-27 du code monétaire et financier implique que les OPCVM réservés à certains investisseurs ne sont plus admis – contrairement à l'ancienne rédaction – ce qui est pour le moins surprenant dans la mesure où les caisses, comme tout investisseur institutionnel, ont massivement recours à des fonds dédiés. Une lecture littérale du code de la sécurité sociale amène ainsi à ne pas considérer les OPCVM dédiés comme admissibles. Ces derniers représentent, en moyenne, 70 % des placements des caisses.

2 LES ACTIFS ADMISSIBLES ET LEUR ENCADREMENT

[447] Le tableau suivant résume les dispositions du décret n°2002-1314 en matière d'actifs autorisés. Le décret prévoit également des limites par catégorie d'actifs (obligations, immobilier) et par émetteur.

Tableau 11 : Synthèse des dispositions prudentielles du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002

	Nature du placement		Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché		Limite par catégorie ⁸⁶ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
VALEURS MOBILIERES ET TITRES ASSIMILES								
1°	Obligations et autres valeurs émises ou garanties par		EM de l'EEE			>34 %		10 % ⁸⁷
			organisme international à caractère public dont au moins un EM de l'UE fait partie					
			collectivités publiques territoriales d'un EM de l'EEE					
	Titres		CADES					
2°	Obligations Parts de fonds communs de créance	Autres que 1°		Négociés sur un marché reconnu		>34 %	5 % ⁸⁸	10 %
3°	TCN d'un an au plus (certificats de dépôt et billets de trésorerie) rémunérés à taux fixe ou indexé sur un taux usuel sur les marchés interbancaire, monétaire ou obligataire		Personnes morales autres que les EM de l'OCDE	Siège social sur le territoire d'un des EM de l'OCDE	Dont <u>des</u> titres sont négociés sur un marché reconnu	>34 %	5 %	10 %

⁸⁶ Les pourcentages de même couleur correspondent aux valeurs entrant dans une même limite. En l'occurrence, l'ensemble des titres regroupés sous les catégories 1° à 5° doivent représenter plus de 34 % de l'ensemble des placements.

⁸⁷ Un même organisme ne peut détenir plus de 10 % des titres émis par un même émetteur à l'exception des actifs visés aux 5° et 8°.

⁸⁸ Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des :

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

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ⁸⁶ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
4°	BMTN ⁸⁹	Personnes morales	Siège social sur le territoire d'un EM de l'OCDE et dont <u>les</u> titres sont négociés sur un marché reconnu	>34 %	5 %	10 %
5°	OPCVM à vocation générale ou européen dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille composé de placements référencés aux 1° à 4°	Portefeuille exclusivement composé de valeurs émises ou garanties par un EM de l'EEE ou de titres émis par la CADES	- Droit français - Droit d'un Etat de l'EEE s'il est conforme aux normes de la directive européenne	>34 %		
		autres				
6°	Parts de FCPR, FCPI, FCPR contractuel, FCPR à procédure allégée		Droit français	5 %	5 %	10 %
7°	Actions et titres donnant accès au capital		Négociées sur un marché reconnu		5 %	10 %

⁸⁹ R. 623-5: Qui répondent aux conditions suivantes :

- Provenir d'une émission au moins égale à 30 millions d'euros ;
- Être valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement, ni entre eux ni avec l'organisme détenteur 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 et 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 de taux d'intérêt entre les dates de publication du cours et de transaction
- Comporter une clause garantissant à terme le prix d'émission.

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ⁸⁶ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
8°	OPCVM (autres que 5° et 6°) dans les conditions de R. 632-6 ⁹⁰ : OPCVM à vocation générale ou européens coordonnés		- Droit français - Droit d'un Etat de l'EEE s'il est conforme aux normes de la directive européenne		5 %	
ACTIFS IMMOBILIERS						
9°	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles		Situés sur le territoire d'un EM de l'EEE	20 %	5 % pour un même immeuble	10 %
10°	- Parts ou actions de sociétés à objet strictement immobilier ⁹¹ - Parts des sociétés civiles à objet strictement immobilier ⁹²		Siège social sur le territoire d'un EM de l'EEE	20 %	5 %	10 %
PRETS ET DEPOTS						
11°	Prêts obtenus ou garantis par	EM de l'EEE - collectivités publiques territoriales des EM de l'EEE - établissements publics des EM de l'EEE		10 %	5 %	10 %

⁹⁰ R. 623-6 : En application des 5° et 8° de l'article R. 623-3, les caisses nationales, de base ou sections professionnelles sont autorisées à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et les parts de fonds communs de placement régis par la sous-section 1 (ie : OPCVM conformes à la directive 2009/65/CE) et l'article L. 214-27(OPCVM à vocation général autre que FCPR, OPCVM réservés à certains investisseurs, OPCVM d'épargne salariale) de la sous-section 2 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier. Elles sont également autorisées 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.

⁹¹ 1^{er} alinéa du R. 623-7 : à l'exclusion de sociétés ayant une activité de marchand de biens et de sociétés en nom collectif. Le patrimoine de ces sociétés ne peut être composé que d'immeubles bâtis ou de terrains situés sur le territoire de l'un des États de l'EEE., de parts ou actions des sociétés répondant à ces mêmes conditions.

⁹² 2^e alinéa du R. 623-7 : dont l'activité est limitée à la gestion directe de biens fonciers situés sur le territoire de l'un des États de l'EEE ou les parts des groupements ayant pour seule activité la gestion de biens fonciers répondant à ces mêmes conditions. Les biens constitutifs du patrimoine doivent faire l'objet d'une exploitation. Les biens forestiers sont interdits que la détention soit directe ou indirecte.

	Nature du placement	Nature de l'émetteur / Caractéristiques du placement	Nationalité de l'émetteur / marché	Limite par catégorie ⁸⁶ (R. 623- 10-1)	Limite par organisme (R. 623- 10-1)	Limite par actif (R. 623-10- 1)
12°	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ⁹³		Domicile ou siège sociale sur le territoire d'un EM de l'EEE	10 %	5 %	10 %
13°	Dépôts ⁹⁴				5 %	10 %

Source : IGAS.

⁹³ R. 623-8 : garantis par une hypothèque de premier rang prise sur un immeuble situé sur le territoire de l'un des États de l'EEE. L'ensemble des privilèges et hypothèques en premier rang ne doit pas excéder 65 % de la valeur vénale de l'immeuble estimée au jour de la conclusion du contrat.

⁹⁴ R. 332-16 : Les comptes de dépôt doivent être ouverts auprès d'un établissement de crédit agréé dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Leur terme ne doit pas dépasser un an ou leur préavis de retrait trois mois. Les comptes doivent être libellés au nom de l'organisme et ne peuvent être movimentés par l'agent comptable qu'au vu de justificatifs visés au a (manuel de procédures) de R. 623-10-3.

3 LEXIQUE

- Limite par catégorie : plafond global pour l'ensemble des valeurs concernées par cette limite
- Limite par organisme : limite pour l'ensemble des valeurs émises, créances, prêts obtenus ou garantis par un même organisme et des dépôts placés auprès de cet organisme
- Limite par actif : limite pour un actif donné
- Marchés reconnus : 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'AMF.
- Obligations : titres de créance régis par la section 2 du chapitre III du titre Ier du livre II (L. 213-5 à L. 231-6-2) du code monétaire et financier et par la section 5 du chapitre VIII du titre II du livre II (L. 228-38 à L. 228-90) du code de commerce
- Titres participatifs : titres de créance régis par la section 4 du chapitre VIII du titre II du livre II (L. 228-36 et L. 228-37) du code de commerce et par la section 4 du chapitre III du titre Ier du livre II (L. 213-32 à L. 213-35) du code monétaire et financier
- TCN : titres de créance négociables régis par la section 1 du chapitre III du livre I (L. 213-1 à L. 213-4) du code monétaire et financier, titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance.
- BMTN : bons à moyen terme négociables, mentionnés à l'article D. 213-1 du code monétaire et financier. Il s'agit d'une catégorie particulière de TCN.
- OPCVM : Voir l'annexe traitant plus particulièrement de ces produits.

ANNEXE 6 : EXTRAITS D'UN PROSPECTUS D'UN FONDS RELATIFS A SA STRATEGIE

► Stratégie d'investissement

1 - Stratégie sectorielle : Importante et récurrente

Cette stratégie permet d'identifier les secteurs économiques à privilégier ou à sous-pondérer tout en essayant de limiter l'exposition du fonds aux fluctuations des emprunts du secteur privé. Les décisions d'investissement sont fondées sur une analyse financière rigoureuse réalisée par les gérants, l'équipe d'analystes crédit et l'apport de sources extérieures (agences de notation, courtiers, contreparties, ...).

Les secteurs économiques considérés sont ceux que l'on retrouve dans les principales nomenclatures :

- Biens de consommations cycliques
- Biens de consommations non cycliques
- Energie
- Industries
- Produits de base
- Santé
- Services aux collectivités
- Services financiers
- Technologie
- Télécommunications

Les décisions du gérant seront fondées sur :

- des critères intrinsèques : Anticipations concernant l'activité économique, avantages structurels...
- des critères relatifs : Appréciation de ces éléments entre les différents secteurs considérés.

2 - Sélection de titres : Importante

Cette stratégie permet d'identifier les titres les plus attractifs au sein de l'univers d'investissement.

A l'intérieur de l'univers des titres de chaque secteur, le choix se fait en fonction :

- de l'émetteur,
- du niveau de subordination,
- de la notation (rating) de l'émission,
- de la maturité,
- de la liquidité de l'émission,
- du coupon (fixe, indexé)
- et d'autres caractéristiques (options rattachées, devises d'émission...).

Les décisions du gérant seront fondées sur :

- des critères intrinsèques : Analyse financière des émetteurs de l'univers d'investissement,
- des critères relatifs : Rendement, liquidité, facilité à obtenir une cotation auprès des intermédiaires de marché.

3 - Stratégie directionnelle : Principale et récurrente

Il s'agit de prendre des positions directionnelles sur les taux réels et nominaux en fonction de l'orientation du marché obligataire. Cette stratégie se traduit par une exposition au marché de taux réels plus forte, ou plus faible. L'objectif est ainsi de profiter au mieux de la hausse du marché ou de réduire les pertes en cas de baisse de ce dernier.

L'orientation du marché des taux réels s'appréhende notamment à partir des politiques monétaire et budgétaire et des anticipations de croissance et d'inflation.

L'inflation est évidemment un facteur important dans l'évaluation des obligations indexées inflation puisqu'elle influence le prix au travers des coupons versés et du capital versé à échéance. L'inflation influence également le portage, c'est à dire la différence entre le taux réel augmenté de l'inflation réalisée et le taux de repo.

4 - Positionnement sur la courbe : Principale et récurrente

Il est possible de distinguer 4 " mouvements types " de courbe des taux réels : bull flattening, bull steepening, bear flattening et bear steepening. Ces déformations de courbe de taux peuvent être principalement approchées à partir des politiques monétaire et budgétaire et des anticipations de croissance et d'inflation :

	Bull	Bear	Steepening	Flattening
Politique monétaire	Politique accommodante / Début d'un cycle de baisse de taux	Fin d'un cycle de détente monétaire / Politique restrictive	Stabilité de la politique / Politique de plus en plus accommodante	Politique restrictive
Politique budgétaire	Neutre / Excédentaire	Déficitaires	Allongement de la durée de la dette	Réduction de la durée de la dette
Anticipation croissance	Inférieure au potentiel	Forte	En hausse	En baisse
Anticipation inflation	En baisse	En hausse	En baisse	En hausse

" bull " : hausse du marché obligataire, c'est-à-dire que les taux sont orientés à la baisse.

" bear " : baisse du marché obligataire, c'est-à-dire que les taux sont orientés à la hausse.

" flattening " : la pente de la courbe des taux se réduit, voire la courbe s'inverse.

" steepening " : la pente de la courbe des taux se renforce, voire la courbe se " désinverse ".

La stratégie de positionnement sur la courbe des taux permet de tirer avantage de sa déformation. Par exemple, les opérations initiées par le gérant sont, selon la configuration de la courbe des taux :

Déformation de la courbe	Action du gérant
" Pentification " de la courbe	Les parties courtes de la courbe des taux sont privilégiées au détriment des parties plus longues
" Aplatissement " de la courbe	Les parties longues de la courbe des taux sont privilégiées au détriment des parties plus courtes
Configuration de la courbe dite " barbell "	Achat des extrémités et vente du centre de la courbe des taux
Configuration de la courbe dite " butterfly "	Achat du centre et vente des extrémités de la courbe des taux

Il est à noter que toutes ces stratégies sont également faisables sur la courbe des taux réels avec des principes similaires.

5 - Stratégie de diversification sur les courbes étrangères : Importante

Pour exprimer des vues :

- sur l'inflation du pays étranger via des stratégies de point mort (achat ou vente)
- sur la courbe des taux réels du pays
- sur la courbe des taux nominaux.

Ces positions seront ou non couvertes en change.

Il s'agit d'analyser les écarts entre les courbes des taux des différents pays qui composent l'univers d'investissement. Le gérant utilise cette stratégie en fonction de ses convictions sur l'écartement ou la convergence de courbe de taux d'Etats au sein de la Zone Euro

6 - Volatilité : Secondaire

Cette stratégie permet de gérer de manière dynamique l'exposition à la volatilité. La mise en place de cette stratégie se fait par des options sur contrats futures des marchés réglementés.

Articulation des stratégies

Dans le cadre de la gestion de A.A. AGF Oblig Euro, la diversification des sources de valeur ajoutée passe par la mise en œuvre de stratégies aussi peu corrélées que possible tout en excluant une prise de risque élevée sur une stratégie unique.

Les stratégies d'investissement précédemment listées sont articulées en fonction des recommandations (et du degré de conviction associé à chacune d'entre elles) des gérants / spécialistes d'AllianzGI France :

Pôles de spécialistes d'AllianzGI France	Stratégies	Convictions
Duration	Court / neutre / long (en année)	Faible / moyenne / forte
Position sur la courbe	Stratégies sur segments de courbe : Pentification : achat des maturités moyennes Aplatissement : achat des maturités longues Barbell : achat des extrémités de la courbe, vente du centre Butterfly : vente des extrémités de la courbe, achat du centre	Faible / moyenne / forte
Poids et stratégie par secteur	Poids du crédit (en contribution à la sensibilité) et répartition par secteurs et par notations	Faible / moyenne / forte
Sélection de titres	Listes de valeurs recommandées : Emprunts d'états : sur-sous pondération sur les segments de courbe 5/10/30 ans par pays.	

Après que chaque pôle de spécialistes ait proposé ses stratégies et exprimé son degré de conviction, le gérant de A.A. AGF Oblig Euro va répartir son « budget de risque » entre les différentes stratégies proposées.

Après une première répartition de ce « budget », le gérant de A.A. AGF Oblig Euro ajuste sa répartition afin d'augmenter ou de diminuer le niveau de risque global du portefeuille de manière à offrir un rendement supérieur à la performance de l'indice de référence du FCP. La fourchette de sensibilité du portefeuille est de 1 à 9.

ANNEXE 7: LES PRODUITS STRUCTURÉS

- [448] 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-jacent⁹⁵ à différentes maturités.
- [449] 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.
- [450] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN. Ce dernier programme d'émission de titres de créances offre une grande flexibilité à l'émetteur, qui peut accéder au marché pour des montants de son choix, en émettant des titres dont les caractéristiques peuvent fortement varier.

Encadré : BMTN et EMTN

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. **À la différence des EMTN, les BMTN sont soumis à la réglementation française**

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.

Source : IGAS.

- [451] La nature juridique d'un produit structuré permet d'envisager de le classer dans la catégorie réglementaire n°4 de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Le produit structuré doit alors vérifier les conditions précisées à l'article R. 623-5 du même code :
- Provenir d'une émission au moins égale à 30 millions d'euros ;
 - Être valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement ni entre eux, ni avec la caisse de base ou section professionnelle détentrice des bons ;
 - Faire sur cette base l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence ;

⁹⁵ Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

- 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.

[452] 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.

[453] 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.

[454] **Le recours à des produits structurés ou titrisés peut poser des problèmes de compétences, notamment en termes de valorisation et de compréhension du produit (voir *supra*). Leur utilité en termes d'adossement actif-passif est loin d'être évidente alors même que les risques encourus sont particulièrement élevés.**

[455] Au cours de ses divers contrôles, la mission a pu noter que la plupart des organismes, à un moment ou un autre, ont acquis de tels produits (CDO⁹⁶, swaps de variance⁹⁷, autocallables⁹⁸, produits structurés plus complexes) dans des proportions variables allant du négligeable à des parts de l'ordre de 10 % de la totalité des actifs financiers de l'organisme en question.

[456] Le plus souvent, ces produits ne respectent pas les critères d'admissibilité mentionnés à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale et ne pourraient être détenus en direct.

[457] Pourtant les caisses classent le plus souvent ce type de produits comme des obligations relevant du 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, c'est-à-dire dans la même catégorie que les obligations assimilables du Trésor français de sorte qu'elles contribuent au quota de 34% de produits de taux imposé par la réglementation.

⁹⁶ Un CDO est une structure de titrisation d'actifs financiers. Pour mémoire, la titrisation est la technique de gestion qui consiste à créer une société ad-hoc, que l'on appelle special purpose vehicle (SPV), et qui va :

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

⁹⁷ Un swap de variance est un contrat passé entre deux parties dans lequel ces dernières se mettent d'accord sur un niveau de référence de la variance d'un actif donné ainsi que sur un notionnel. Une des parties, généralement l'émetteur, s'engage alors à payer à l'autre, à terme, une somme dont la valeur est égale à la variance de référence que multiplie le notionnel. L'autre partie versera quant à elle une somme égale à la variance effectivement réalisée multipliée le notionnel. Un tel produit engendre un gain pour le souscripteur lorsque la variance réalisée est supérieure à la variance de références. En d'autres termes, le souscripteur constatera un gain (respectivement une perte) d'autant plus important(e) que la volatilité est forte (respectivement faible).

⁹⁸ Les produits *autocallables* sont des produits structurés – généralement commercialisés sous forme d'EMTN – s'apparentant à des obligations dont le versement des coupons et le remboursement du principal sont soumis à conditions. Ces conditions sont liées à l'évolution d'un ou de plusieurs indices de marché. L'appellation *autocallable* prend son origine dans la possibilité d'un remboursement anticipé à certaines dates convenues lors de la signature du contrat.

- [458] **Il est clair que le niveau de risque de ces produits est sans comparaison avec celui des OAT et que ce classement tire parti d'une faille de la réglementation mais ne correspond pas à son esprit qui est évidemment d'obliger les caisses à détenir au moins 34% de produits de taux de type obligations d'État souverain.**
- [459] Par ailleurs ce classement est contestable.
- [460] Il s'appuie sur la seule lecture de l'article L. 213-5 du code monétaire et financier : *« les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale »*. Or l'article R. 213-15 du même code dispose : *« les règles relatives aux obligations émises par les sociétés commerciales sont définies par les articles R. 228-57 à R. 228-86 du code de commerce »*. Ces règles prévoient – entre autres – la désignation d'un représentant de la masse, une assemblée générale des obligataires et des conditions particulières d'émission de la dette.
- [461] Au contraire des obligations, dont l'émission est très encadrée par la réglementation, les programmes BMTN sont extrêmement souples et se présentent sous forme de tranches. Les détenteurs de titres de créance n'ont pas nécessairement les mêmes droits pour un même nominal (en pratique jamais), élément qui suffit à les disqualifier comme obligations.

ANNEXE 8 : EXTRAITS D'UN DOSSIER PREPARATOIRE A UNE COMMISSION FINANCIERE

Les administrateurs de la caisse s'étaient vu remettre un dossier de 120 pages environ contenant entre autres :

- une note de conjoncture de 2 pages de macro-analyse produite par les services : « *Les enquêtes montrent en effet une forte chute de confiance des agents économiques face à cette crise, qui risque de se traduire par un recul des investissements et une hausse de l'épargne au détriment de la consommation ; ce qui provoquerait un tassement supplémentaire de la croissance et donc une remontée des déficits publics et des dettes qui obligerait à davantage d'austérité budgétaire : un cercle vicieux qui montre les limites du keynésianisme remis dans l'air du temps en 2009 face à la grande récession de l'époque* » ;
- les propositions d'investissements assorties parfois de fiches techniques contenant :
 1. les informations statutaires (gestionnaire, dépositaire, etc.) ;
 2. l'objectif d'investissement largement inspiré du prospectus du fonds concerné et techniquement complexe « *Au moyen d'une gestion active fondamentale, le FCP vise à surperformer l'indice MSCI emerging markets. Ce processus repose sur un arbitrage permanent entre perspectives, valorisation et risques. Il cherche à anticiper les changements plutôt que de s'appuyer sur les corrélations passées. La politique de diversification du portefeuille (grand nombre de lignes en portefeuille) vise à générer régulièrement de la valeur ajoutée à travers trois principales sources d'alpha (3 étapes) : 1/ allocation pays, 2/ allocation sectorielle réalisée pays par pays (combinaison de vues « top down » et « bottom up » et 3/ sélection de titres. L'allocation géographique constitue un facteur clé dans la maîtrise du risque du fait des disparités économiques et politiques qui existent entre les différents marchés* »⁹⁹ ;
 3. les détails sur les pays, les secteurs, le type d'entreprise ;
 4. les frais de gestion ;
 5. les performances ;
 6. la volatilité (pour les fonds actions).
- des points spécifiques, par exemple un point sur le portefeuille d'obligations convertibles dont le jargon apparaît difficilement compréhensible pour un administrateur peu formé ;
- une série de 18 courbes représentant divers indices :
 - Daily topix index (1976-2011)
 - Monthly Nikkei 225 index (1966-2012)
 - Daily 3Mth EURI DEC1 (2008-2011)
 - Cours du marché à terme sur État allemand 10 ans -1990-2012)
 - Taux allemand à 10 ans (1990-2011)
 - Taux allemand à 30 ans (1997-2011)
 - Taux US à 10 ans (1987-2011)

⁹⁹ Amundi Actions Emergents (part P).

- Daily QUS30YT==RR (1987-2011)
 - Daily forex EUR = ,22 – euro contre dollars us (1997-2011)
 - Daily Itexo .16.V1.5Y – Ecart de remuneration du high yield à 5 ans (2009-2011)
 - Daily Brent SPOT (en £ le baril) (1991-2011)
 - Daily PREC.M.XAU = ,22 (en dollar l’once) (2008-2011)
 - Daily Vstoxx FUT NOV1 (volatilité de l’eurostoxx à 1 mois) (2009-2011)
 - Daily CAC40 Index (1987-2011)
 - Daily ESTX 50 PR (eurostoxx 50) (1986-2011)
 - Daily DJ INDU AVERAGE (Dow Jones valeurs industrielles) (1995-2012)
 - Daily DJ UTIL AVERAGE (Dow jones Utilities) (1987-2011)
 - Daily DJ TRANS AVERAGE (Dow jones biens transformables) (1988-2011).
-
- le classement « Morning star » des fonds ouverts détenus par la caisse ;
 - des courbes de performance de certains fonds de la caisse avec comparaison à l’indice benchmark (fonds actions de 1 à 12 et fonds obligataires de 13 à 15) :
 1. actions zone euro gérées en direct
 2. fonds France
 3. fonds dédiés investis sur la zone euro
 4. fonds Europe
 5. fonds dédiés investis sur la zone US
 6. fonds Berkshire Hathaway
 7. fonds investis au Japon
 8. fonds CG actions Asie-hors japon
 9. fonds dédiés gérés par V. Martet (gestionnaire de fonds)
 10. fonds investis en Europe de l’Est
 11. fonds Amundi funds latin america equities
 12. fonds RMF grandse valeurs long terme
 13. fonds dédiés obligataires
 14. fonds investis en obligations convertibles
 15. fonds d’obligations indexées sur l’inflation
 - la structure du portefeuille avec l’état détaillé des placements ;
 - le reporting de la gestion directe actions.

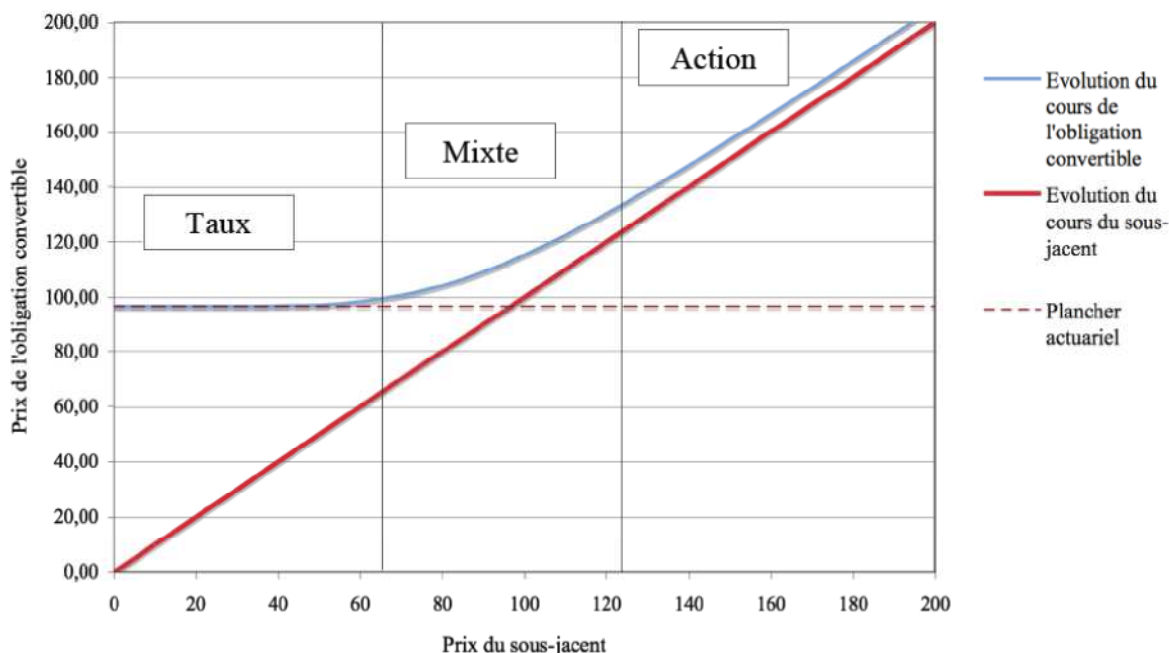
À l’évidence, ces dossiers sont trop détaillés et ne permettent pas d’identifier les informations pertinentes pour des administrateurs qui devraient pouvoir connaître notamment les montants des placements, les risques associés, le rendement attendu et constaté.

ANNEXE 9 : LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

- [462] Les obligations convertibles sont des titres obligataires assortis d'une option (dite option de conversion) permettant au détenteur de l'obligation convertible de convertir celle-ci en actions, généralement au taux de conversion d'une obligation convertible contre une action.
- [463] Lorsque l'action sous-jacente et l'émetteur de l'obligation sont deux personnes morales distinctes, l'obligation convertible est dite « synthétique ».
- [464] Les obligations convertibles peuvent se décomposer en la somme de deux produits :
- une obligation pure (généralement dénommée obligation « nue » ou « standalone ») ne présentant pas de caractère optionnel ;
 - une option de conversion, qui se décompose à son tour en d'une part la vente d'une option de vente (de type « floor ») de l'obligation par le détenteur de celle-ci et par l'achat par le détenteur d'une option d'achat (de type « call ») de l'action sous-jacente. Ces deux options ne sont pas indépendantes et sont exercées simultanément.
- [465] La valeur de l'obligation convertible est donc la somme de la valeur de l'obligation nue et de l'option de conversion. L'option de conversion a une valeur toujours positive. Par analogie avec le vocable utilisé pour les produits dérivés action et taux, on dit que l'obligation convertible est :
- dans la monnaie lorsque le détenteur de l'obligation a intérêt à la convertir : la valeur de l'obligation est inférieure à celle de l'action (dans l'hypothèse d'une conversion d'une action contre une obligation) ;
 - hors la monnaie lorsque le détenteur de l'obligation n'a pas intérêt à la convertir : la valeur de l'obligation est supérieure à celle de l'action (dans l'hypothèse d'une conversion d'une action contre une obligation).
- [466] En fonction de la valeur de l'action sous-jacente, on distingue trois types de comportements pour l'obligation convertible :
- lorsque l'obligation est très hors la monnaie (i.e. l'action a un cours très inférieur à celui de l'obligation), elle se comporte comme l'obligation nue, c'est-à-dire comme un produit de taux : une augmentation ou une diminution d'un euro du cours de l'action n'aura presque aucun impact sur la valeur de l'obligation (partie « taux » du schéma 1 ci-dessous) qui demeure au niveau de l'obligation nue (plancher actuariel) ;
 - lorsque l'obligation est très dans la monnaie (i.e. l'action a un cours très supérieur à celui de l'obligation), elle se comporte comme l'action, c'est-à-dire comme un produit actions : une augmentation ou une diminution d'un euro du cours de l'action aura approximativement un impact du même montant sur la valeur de l'obligation (partie « actions » du schéma 1 ci-dessous) ;
 - lorsque l'obligation n'est ni très hors la monnaie, ni très dans la monnaie, elle a un comportement mixte, sa valeur évoluant en fonction des taux comme de la valeur de l'action sous-jacente (partie « mixte » du schéma 1 ci-dessous).

[467] Les obligations convertibles ont donc la propriété de profiter de la hausse de l'action sous-jacente mais de ne subir sa baisse que de manière limitée. Cette propriété s'appelle la convexité¹⁰⁰, illustrée sur la figure suivante :

Schéma 3 : Valeur d'une obligation convertible en fonction de la valeur de son sous-jacent



Source : Figure extraite du mémoire d'actuariat de Jérôme BERNADOU, « Effet sur l'allocation d'actifs du coût des fonds propres liés aux classes d'actifs dans Solvabilité II : le cas des obligations convertibles », novembre 2010.

[468] L'option de conversion est généralement une option américaine : le détenteur de l'obligation peut l'exercer à tout instant jusqu'à l'échéance de l'obligation¹⁰¹. Le débat quant à la nature de l'option n'est pas qu'académique :

- si l'option est européenne (thèse soutenue par INGERSOLL¹⁰²), c'est-à-dire exerçable en pratique seulement à l'échéance, alors le problème posé par la composante optionnelle est essentiellement celui de sa valorisation ;
- si l'option est effectivement américaine (thèse soutenue par BRENNAN et SCHWARTZ¹⁰³), alors le problème posé par la composante optionnelle est non seulement celui de sa valorisation mais également et surtout celui de l'instant optimal d'exercice de l'option.

¹⁰⁰ Les obligations convertibles ne sont pas les seuls produits financiers présentant cette caractéristique : une option d'achat sur une action (« call ») est par exemple également convexe.

¹⁰¹ En pratique l'option n'est généralement ouverte que 40 jours après l'émission de l'obligation et demeure ouverte quelques jours après son arrivée à échéance.

¹⁰² Jonathan E. INGERSOLL Jr., *An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities*, The Journal of Finance, mai 1977.

¹⁰³ Michael J. BRENNAN et Eduardo S. SCHWARTZ, *Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion*, The journal of Finance, Décembre 1977.

- [469] La propriété de convexité pourrait donner l'impression trompeuse que les obligations convertibles cumulent le rendement des actions avec la sécurité des obligations : « *les obligations convertibles permettent en général de profiter de la hausse des actions tout en bénéficiant de la protection que représente la composante obligataire du titre. Elles présentent également un profil de rendement « dissymétrique » car elles captent une plus grande partie des marchés lorsqu'ils s'apprécient, qu'elles n'en subissent la baisse dans le cas contraire*¹⁰⁴ ».
- [470] En réalité, l'obligation convertible présente certes une protection contre la baisse de la valeur de l'action sous-jacente, mais celle-ci n'est évidemment pas gratuite : elle est payée par le détenteur de l'obligation convertible au travers d'un rendement moindre. Ainsi, l'obligation nue présenterait un rendement inférieur à l'obligation de mêmes caractéristiques (même échéance, même émetteur, mêmes coupons, même rang de créance...) sans option de conversion si cette dernière existait¹⁰⁵.
- [471] Par ailleurs, les obligations convertibles peuvent présenter d'autres caractéristiques optionnelles rendant leur valorisation encore plus complexe. Ainsi, parmi les obligations convertibles détenues par la caisse :
- la plupart permettent, sous conditions, à l'émetteur de l'obligation de rembourser l'instrument par anticipation ;
 - l'obligation convertible AIR FRANCE (code ISIN : FR0010185975) autorise le porteur à demander un remboursement de l'instrument par anticipation ;
 - l'obligation convertible AXA (code ISIN : FR0000180994) autorise l'émetteur à ne pas payer les coupons en échange d'un coupon plus élevé.
- [472] Du point de vue comptable et réglementaire, les obligations convertibles apparaissent comme le moyen de détenir un produit ayant un comportement proche de celui des actions tout en relevant de la catégorie réglementaire 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Ainsi, l'intégralité de la hausse du cours de l'action sous-jacente est répercutée dans le prix de l'obligation convertible, mais est considérée comptablement et réglementairement comme une hausse obligataire.

¹⁰⁴ Prospectus du fonds dédié ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO.

¹⁰⁵ Par exemple, l'obligation vanille PEUGEOT (code ISIN FR0011124544) d'échéance mars 2016 détache un coupon annuel de 6,875% alors que l'obligation convertible de même émetteur et d'échéance janvier 2016 (code ISIN FR0010773226) détache un coupon de 4,5%. L'obligation convertible a été émise au pair alors que le prix d'émission de l'obligation vanille était de 99,588% du pair.

ANNEXE 10 : COMPOSITION DES PORTEFEUILLES DES ORGANISMES

[473] La présente annexe, purement descriptive, a vocation à présenter la composition des portefeuilles des organismes interrogés par la mission.

[474] Comme indiqué dans le corps du rapport, l'hétérogénéité des réponses en termes de qualité appelle deux remarques. La première est que sur les 33 champs que les organismes étaient invités à renseigner, peu sont ceux qui ont fait l'objet d'une réponse par l'ensemble des organismes. De fait, les nombreux champs non remplis par l'ensemble des organismes ne peuvent faire l'objet d'une analyse comparative globale. Par ailleurs, les résultats présentés infra dépendent directement des réponses recueillies et de la capacité/volonté des organismes à ventiler correctement les placements selon les diverses catégories. Il convient ainsi d'être prudent quant à certaines interprétations trop hâtives compte tenu des imperfections soulignées.

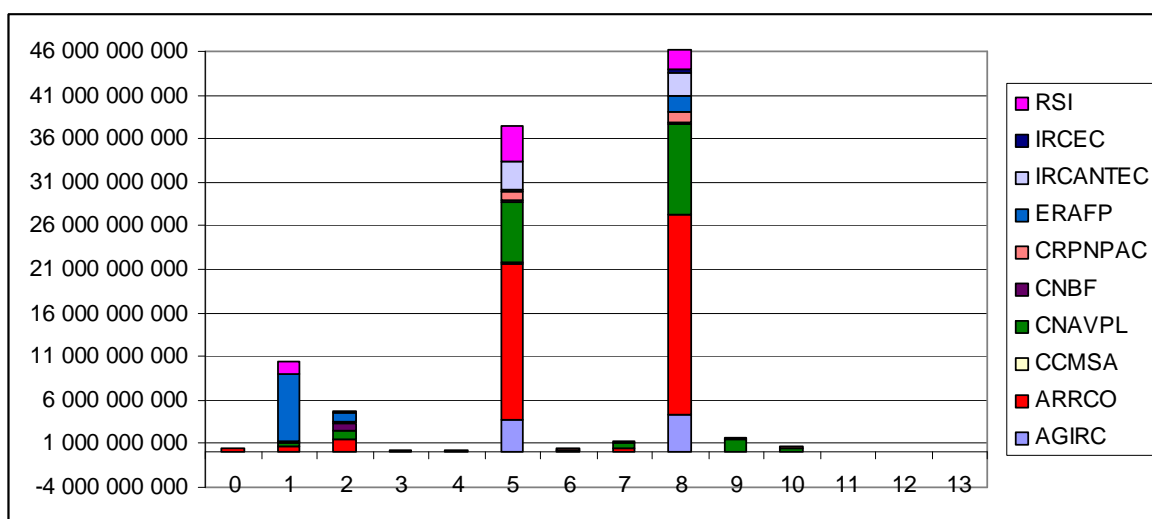
[475] Les paragraphes suivants présentent successivement les portefeuilles de l'ensemble des régimes, puis de l'ARGIRC, de l'ARCCO et des caisses relevant de la CNAVPL.

[476] Les données sont exprimées en valeur de réalisation à fin 2011.

1 ANALYSE SUR L'ENSEMBLE DES REGIMES COMPLEMENTAIRES OBLIGATOIRES

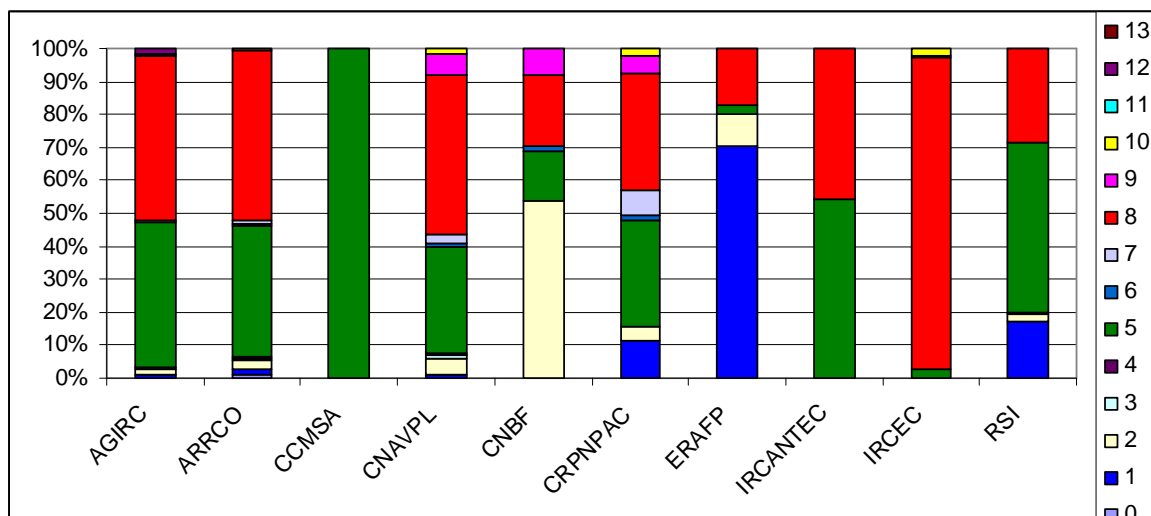
[477] La structure des quatre parties de cette annexe suit la même logique. Sont ainsi tour à tour présentés, en fonction du périmètre retenu, les portefeuilles ventilés selon les catégories définies par le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Bien que ce décret ne s'applique qu'aux caisses relevant de la CNAVPL, à la CNBF, à la CRPN et au RSI, il a été demandé aux autres organismes de ventiler leur placement selon ces mêmes catégories afin de pouvoir réaliser des comparaisons.

Graphique 6 : Ventilation des portefeuilles selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314



Source : Enquête IGAS.

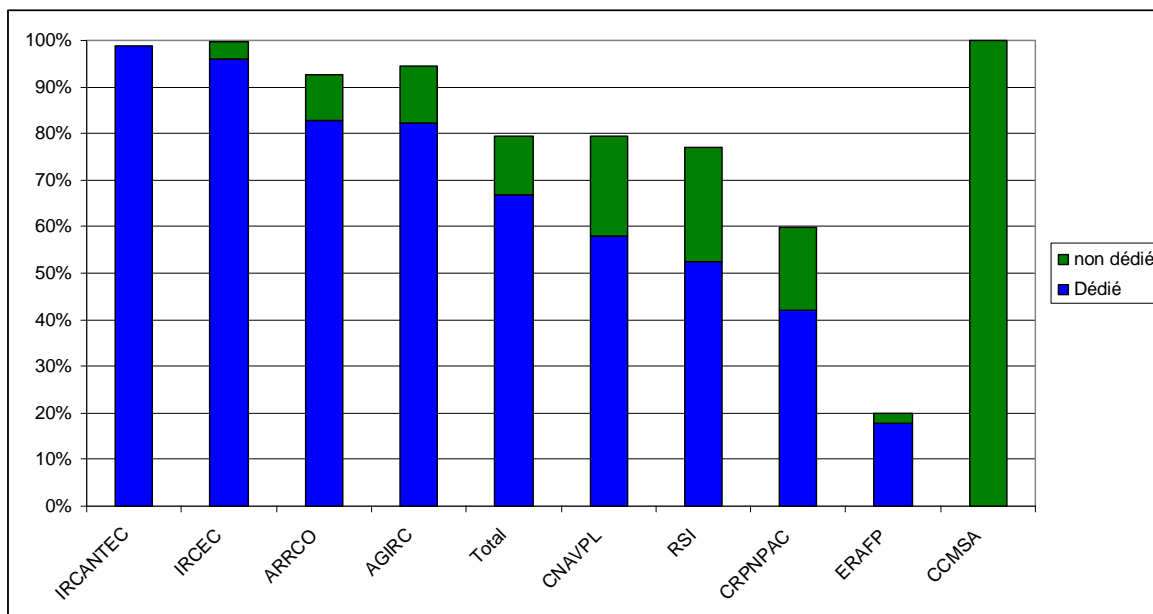
Graphique 7 : Ventilation du portefeuille de chaque caisse selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314 (%)



Source : Enquête IGAS.

[478] **Tant au niveau global qu'à un niveau individuel, les catégories prévues par le décret de 2002, ne permettent pas une ventilation qui rende compte la variété et de la diversification des portefeuilles constitués.** En effet, le décret prévoit uniquement le classement des OPCVM selon trois natures (n°5, 6 et 8). Or, les organismes assurant la gestion des régimes complémentaires obligatoires ont massivement recours à la gestion par OPCVM.

Graphique 8 : Part des OPCVM dans le total des placements de chaque organisme



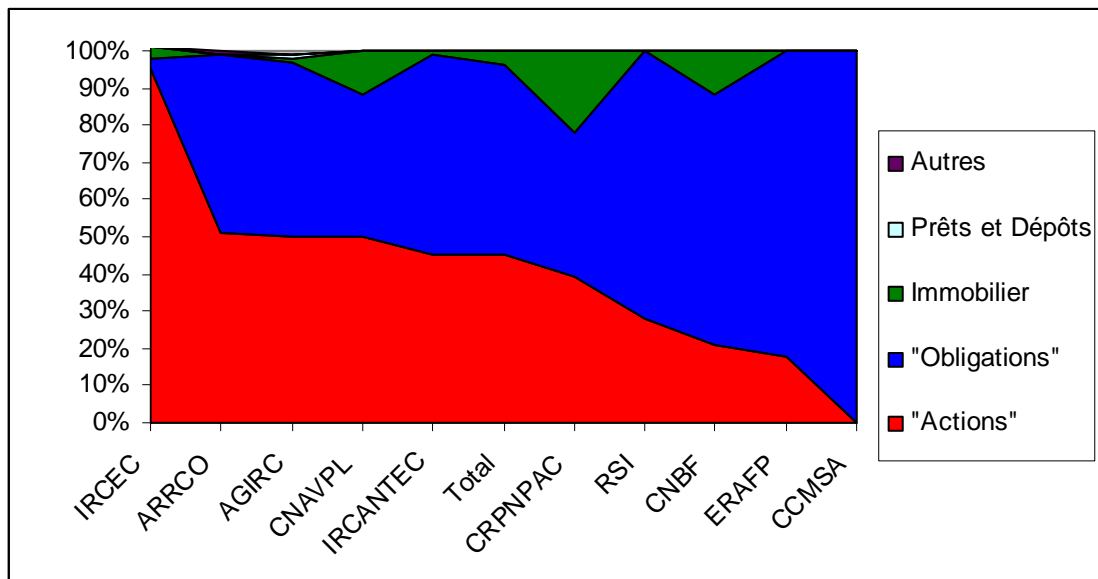
Source : Enquête IGAS.

[479] Afin d'offrir une lecture plus aisée du décret de 2002, la mission a fait le choix de regrouper certaines catégories présentant des similitudes. Le graphique suivant présente de manière agrégée :

- sous la dénomination « obligations » les titres relevant des n°1 à 5 du décret (titres de taux ou OPCVM investissant dans de tels produits) ;
- sous la dénomination « actions » les titres relevant des n°6 (FCPR), 7 (actions) et 8 (autres OPCVM) ;
- sous la dénomination « immobilier » les placements correspondants aux n°9 et 10 ;
- et sous la dénomination « prêts et dépôts » les placements relevant des n°11 à 13.

[480] Le choix de l'intégration de la catégorie 8 est discutable dans la mesure où les OPCVM classés dans cette catégories peuvent être certes des OPCVM actions mais également des OPCVM mélangeant actions et obligations ou ayant recours à d'autres natures de titres et dont les stratégies de gestion sont variées. La nomenclature du décret de 2002 ne permettant pas de distinguer cette variété et les champs destinés à segmenter les différents types de fonds en fonction de leur rattachement aux catégories définies par l'AMF n'ayant pas été correctement remplis par l'ensemble des organismes, la mission a intégré les OPCVM relevant de la catégorie n°8 du décret aux placements actions. Un rapprochement de ces derniers aux produits de taux aurait été bien plus discutable étant donné la différence de nature entre les deux catégories.

Graphique 9 : Part des actions, obligations et immobilier dans les portefeuilles (%)



Source : Enquête IGAS.

[481] De ce graphique il n'est pas possible de tirer des conclusions quant à la pertinence des proportions de chaque classe. Il est en effet nécessaire d'analyser cette composition à l'aune des régimes gérés par chaque caisse et des profils de risques retenus par ces dernières.

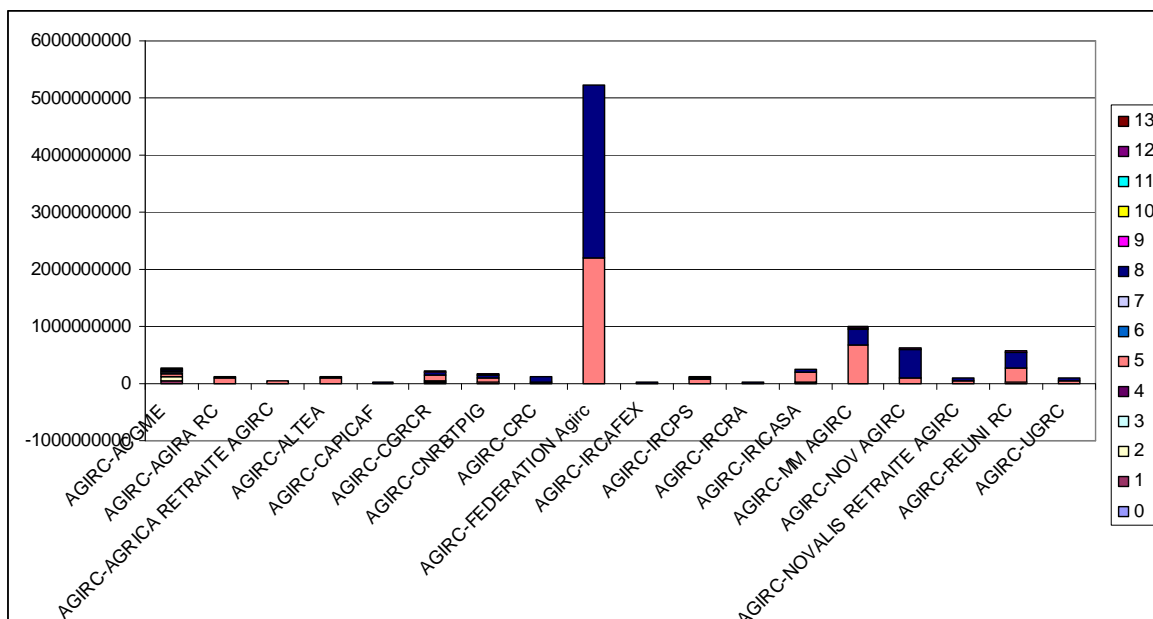
[482] D'un point de vue purement factuel, on note une proportion de titres actions de l'ordre de 50 % sur l'ensemble du périmètre. Comme en témoigne le graphique, cette proportion est relativement stable autour de la moyenne. A noter la pondération de 18 % en actions de l'ERAFP l'allocation entièrement obligataire de la CCMSA. En l'occurrence, cette dernière, compte tenu de sa situation, ne détient que des placements de type monétaires (trésorerie).

[483] A noter que la part d'immobilier est relativement réduite mis à part le cas des caisses relevant de la CNAVPL, de la CNBF et de la CRPN.

2 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE L'AGIRC

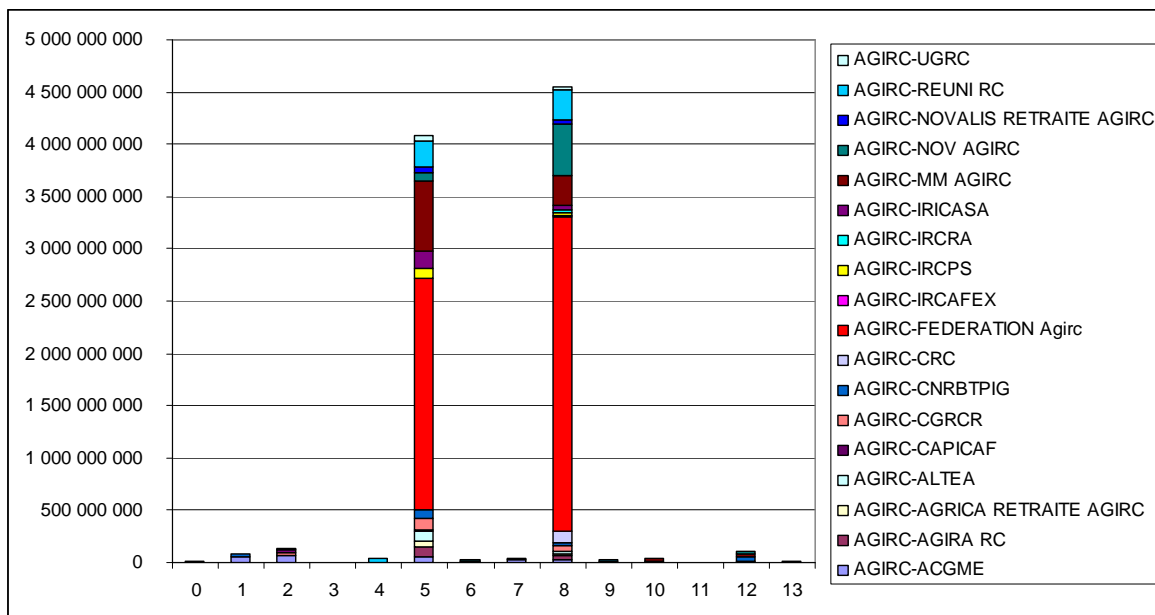
[484] En termes absolus, l'importance des placements gérés par la fédération en regard de ceux gérés par les IRC est notable.

**Graphique 10 : Comparaison des montants gérés par les IRC et la fédération
AGIRC ventilés selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314**



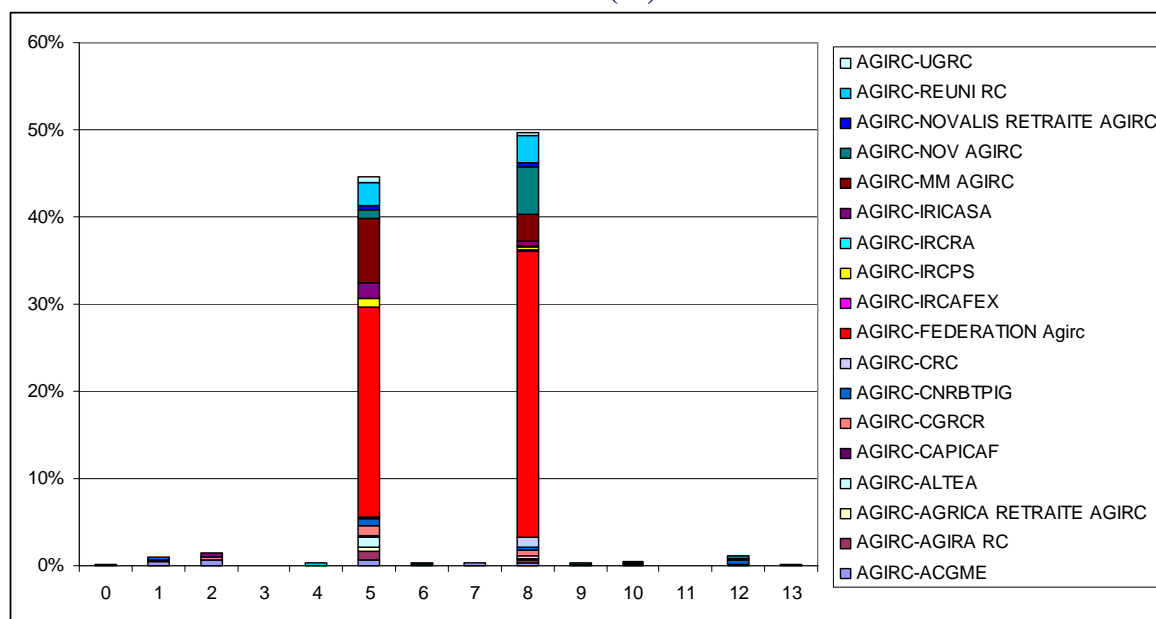
Source : Enquête IGAS.

Graphique 11 : Ventilation des portefeuilles selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314



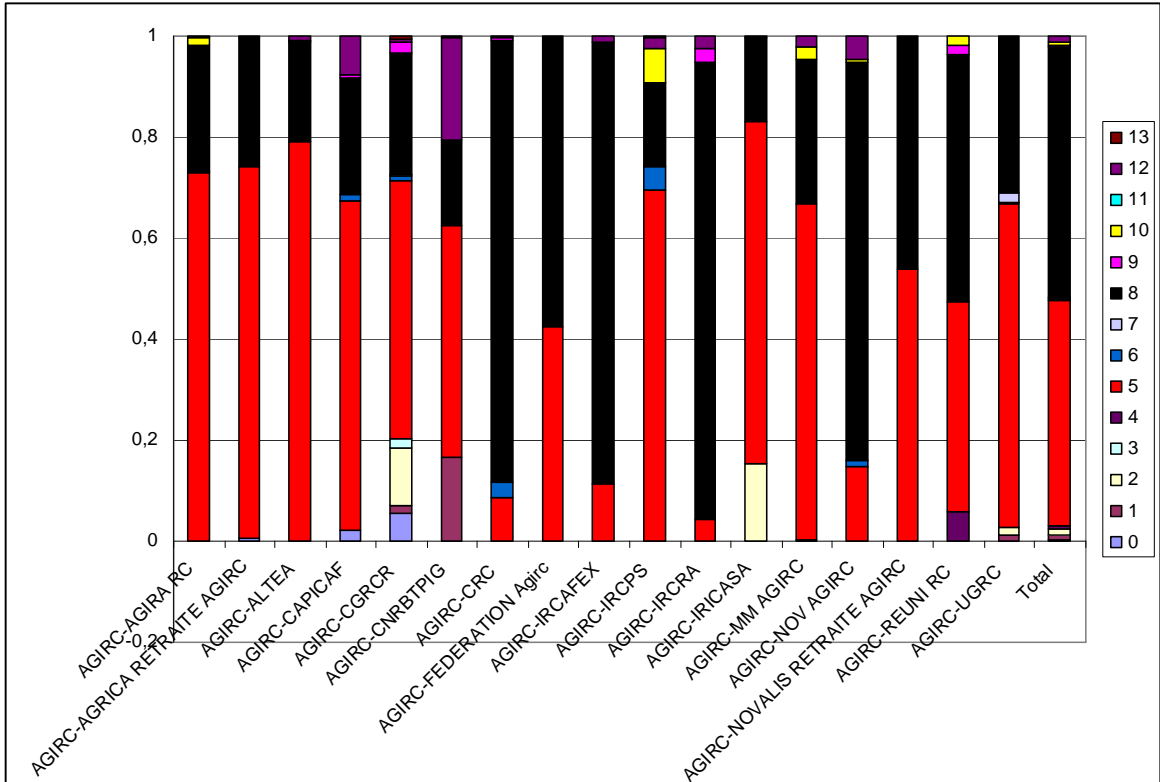
Source : Enquête IGAS.

Graphique 12 : Ventilation des portefeuilles selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314 (%)



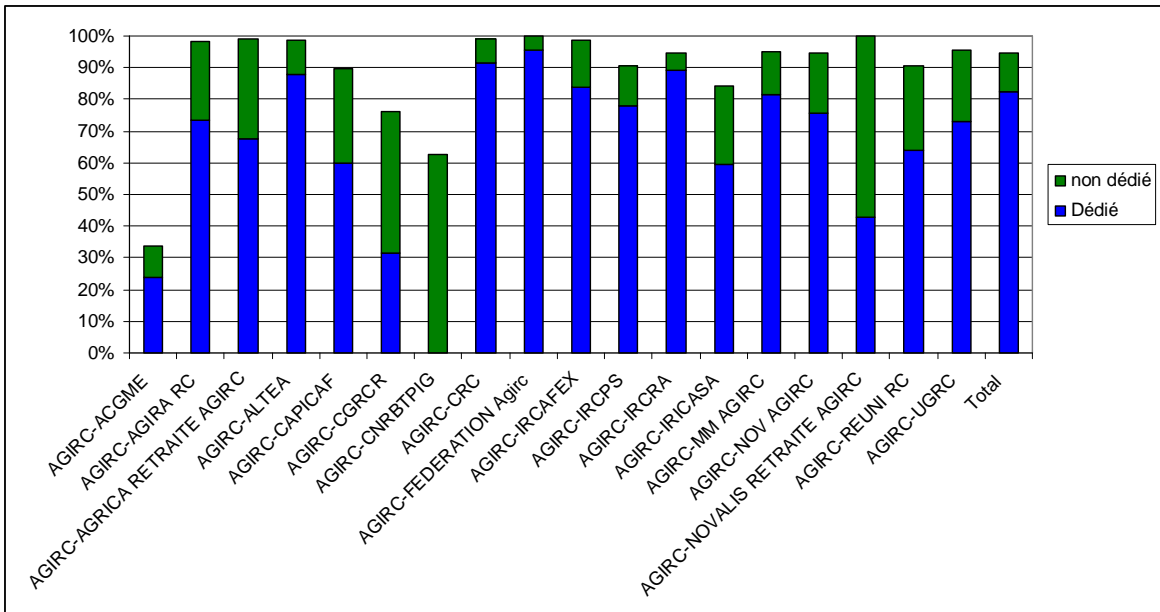
Source : Enquête IGAS.

Graphique 13 : Ventilation du portefeuille de chaque caisse selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314 (%)



Source : Enquête IGAS.

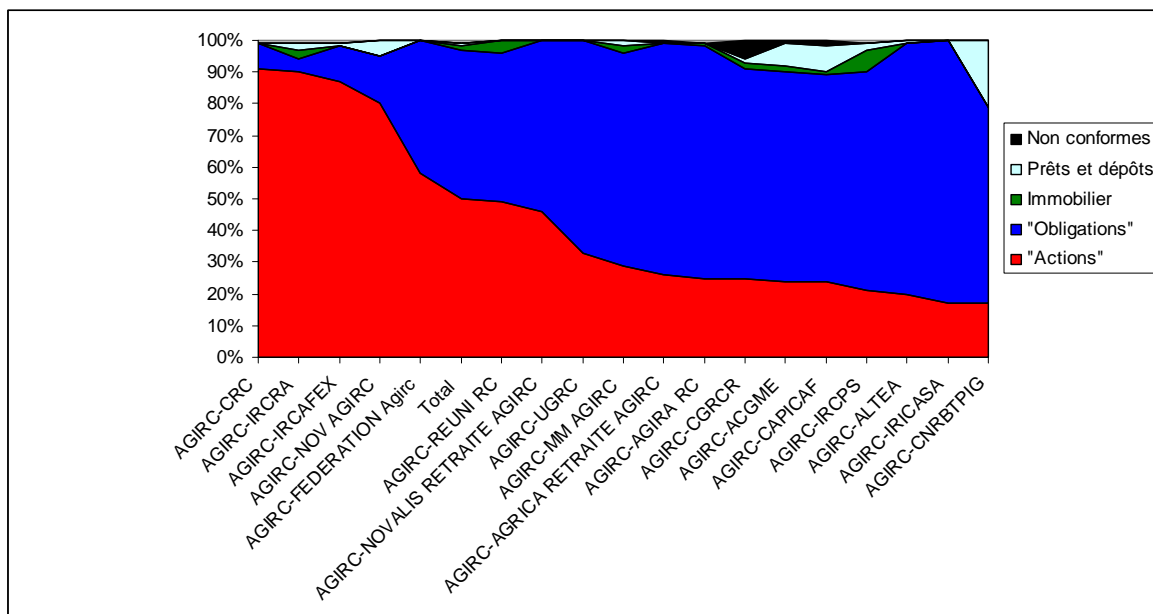
Graphique 14 : Part des OPCVM dans le total des placements de chaque organisme



Source : Enquête IGAS.

[485] Malgré les fortes disparités, la part des OPCVM dans le total des placements reste importante (94 % en moyenne). Les OPCVM sont majoritairement des fonds dédiés (82 % du total des placements)

Graphique 15 : Part des actions, obligations et immobilier dans les portefeuilles (%)

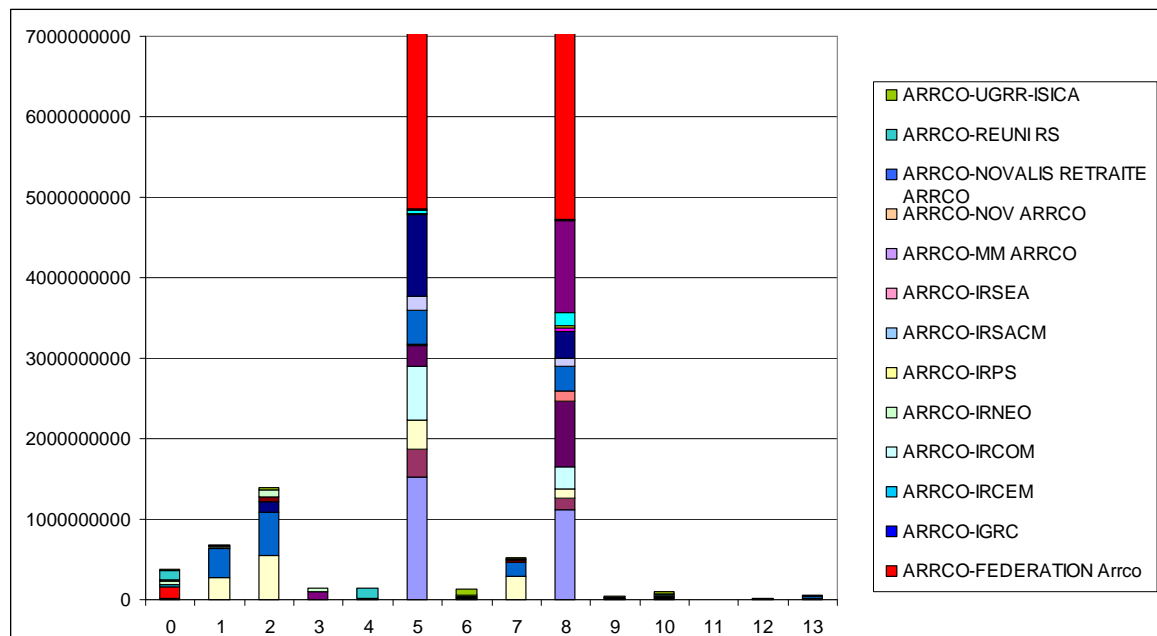


Source : Enquête IGAS.

[486] Si en moyenne la part des actions se situe aux alentours de 50 %, la dispersion est particulièrement prononcée. La part des prêts et dépôts est plus importante à l'AGIRC et à l'ARRCO comparée à l'ensemble des placements détenus par les régimes complémentaires obligatoires.

3 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE L'ARRCO

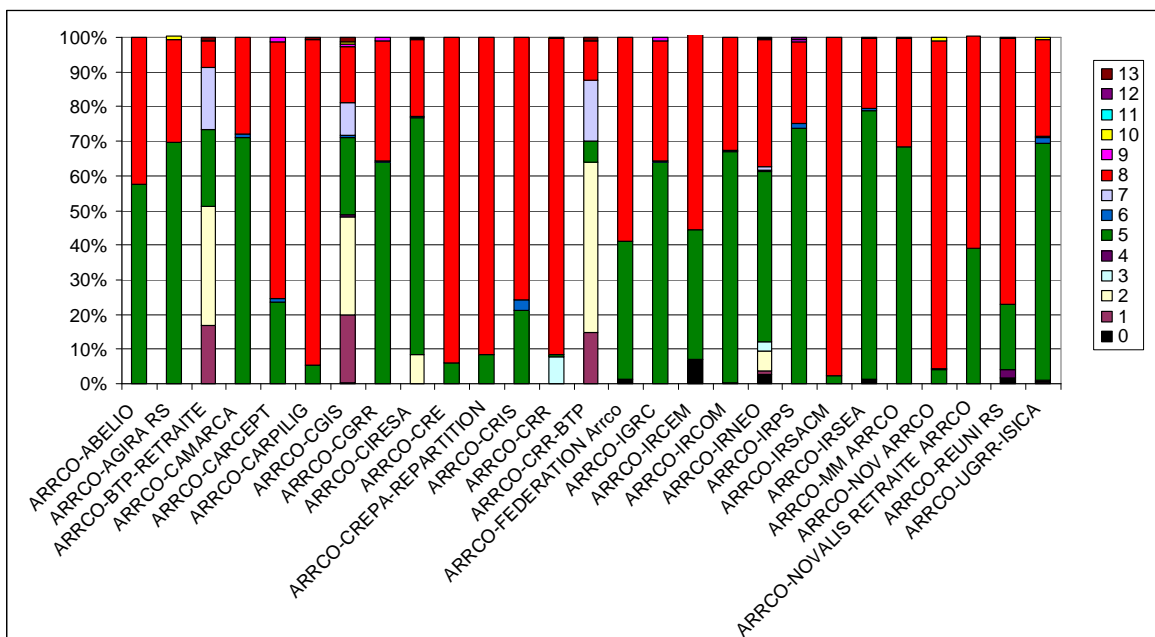
Graphique 16 : Ventilation des portefeuilles selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314



Source : Enquête IGAS.

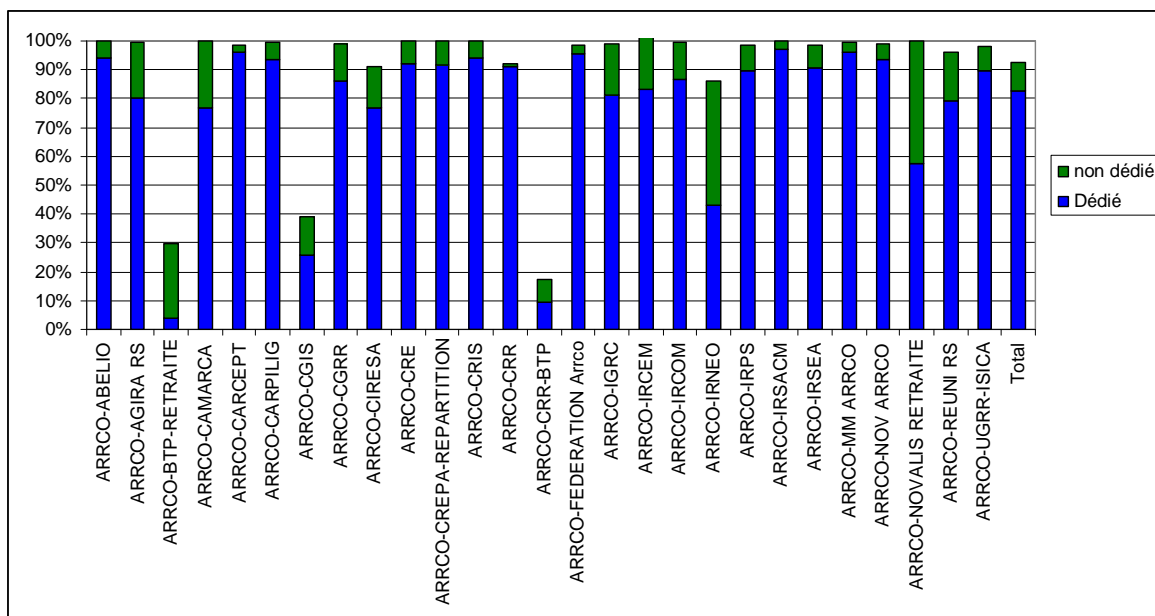
[487] Si les catégories 5 et 6 restent prépondérantes, il est intéressant de remarquer que la part des obligations détenues en direct est plus importante à l'ARRCO qu'en moyenne dans les autres organismes

Graphique 17 : Ventilation du portefeuille de chaque caisse selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314 (%)



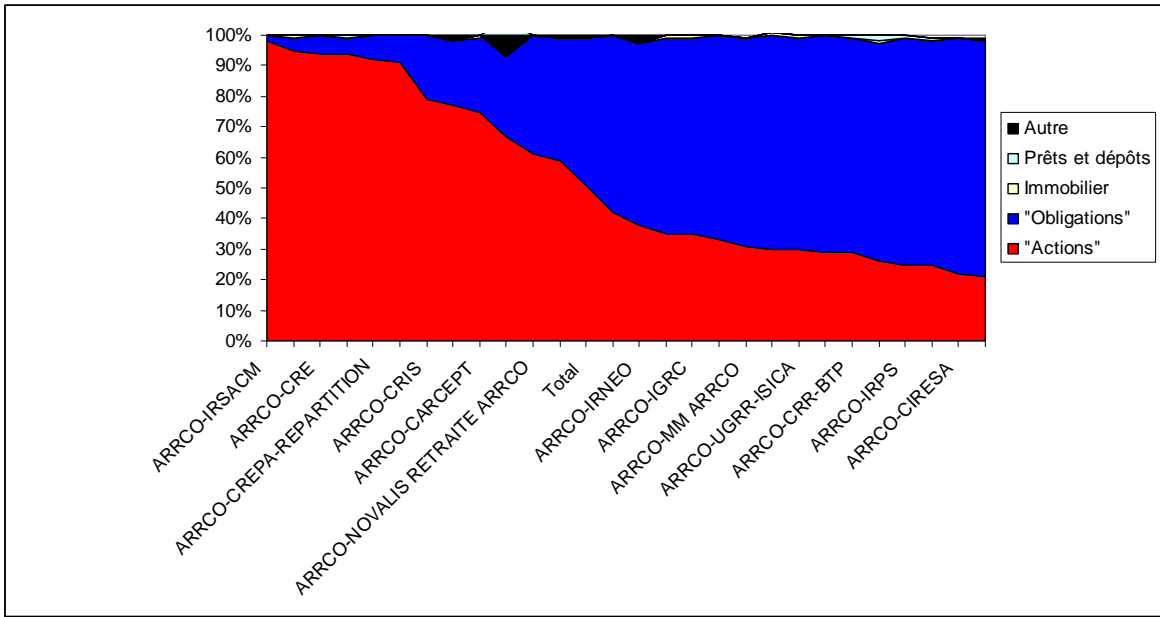
Source : Enquête IGAS.

Graphique 18 : Part des OPCVM dans le total des placements de chaque organisme



Source : Enquête IGAS.

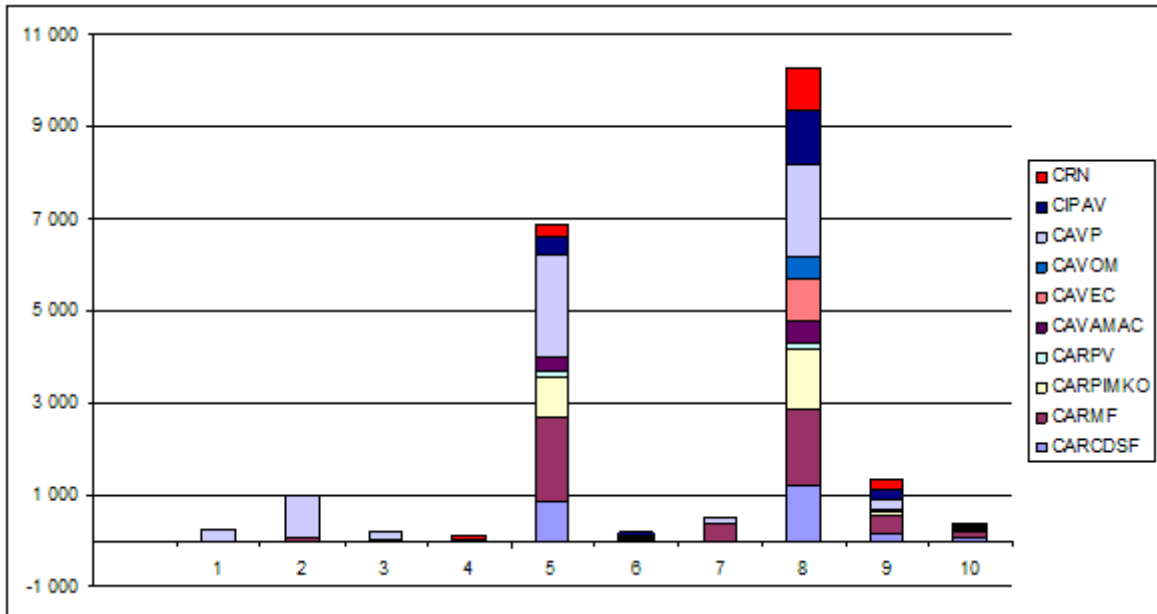
Graphique 19 : Part des actions, obligations et immobilier dans les portefeuilles (%)



Source : Enquête IGAS.

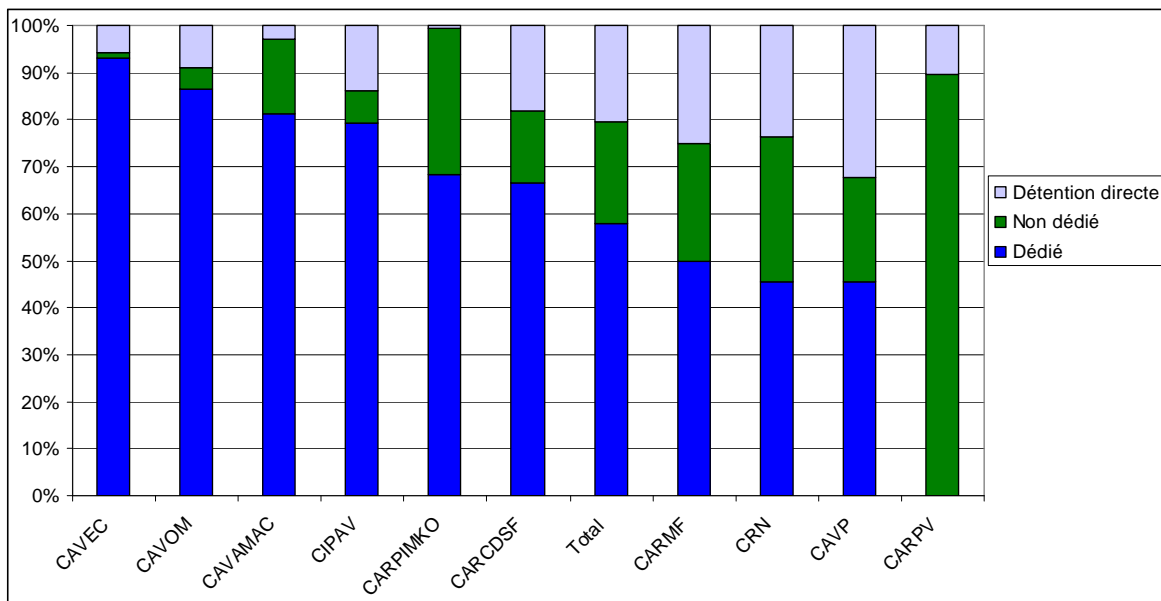
4 ANALYSE SUR LE PERIMETRE DE LA CNAVPL

Graphique 20 : Ventilation des portefeuilles selon les natures identifiées par le décret n°2002-1314



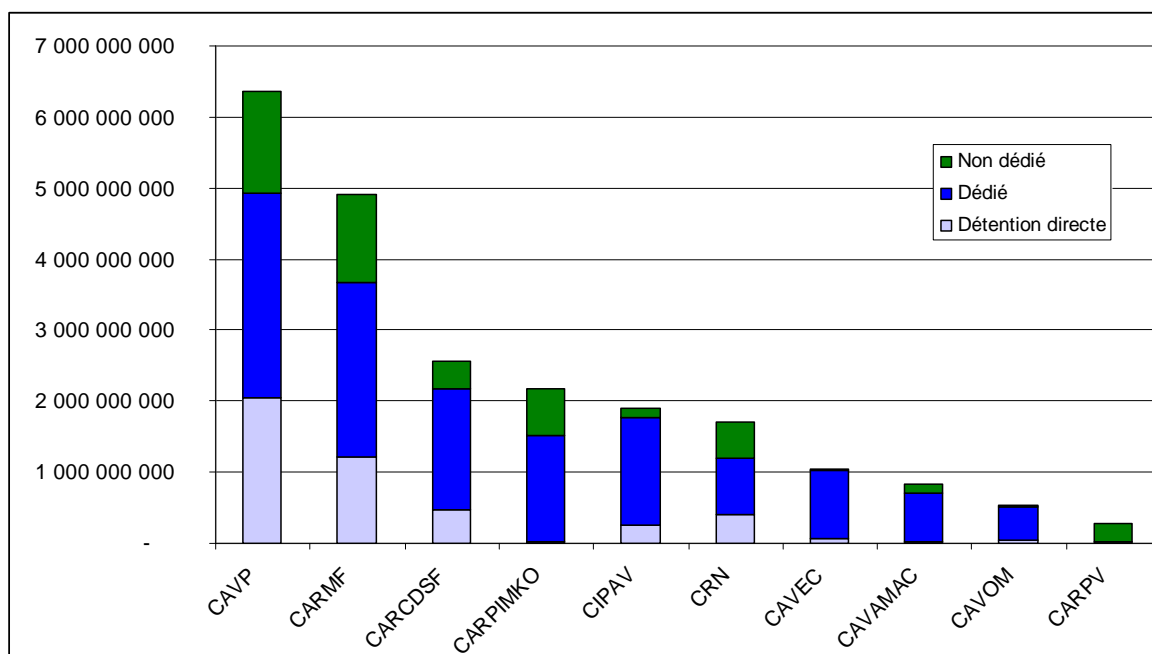
Source : Enquête IGAS.

Graphique 21 : Part des OPCVM dans le total des placements de chaque organisme (%)



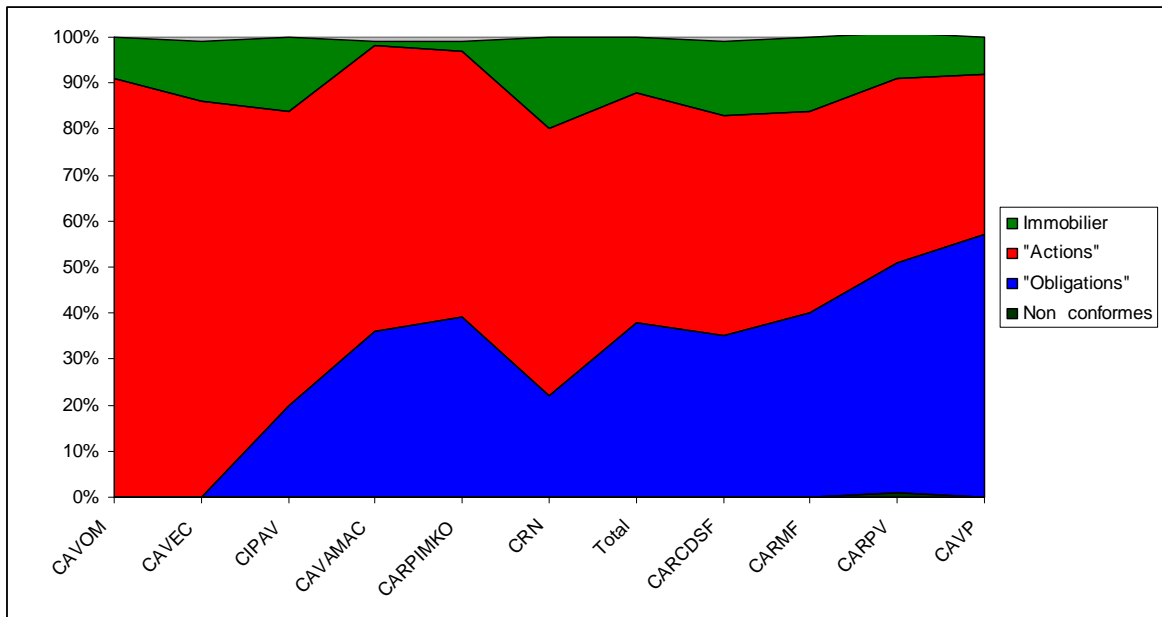
Source : Enquête IGAS.

Graphique 22 : Part des OPCVM dans le total des placements de chaque organisme (€)



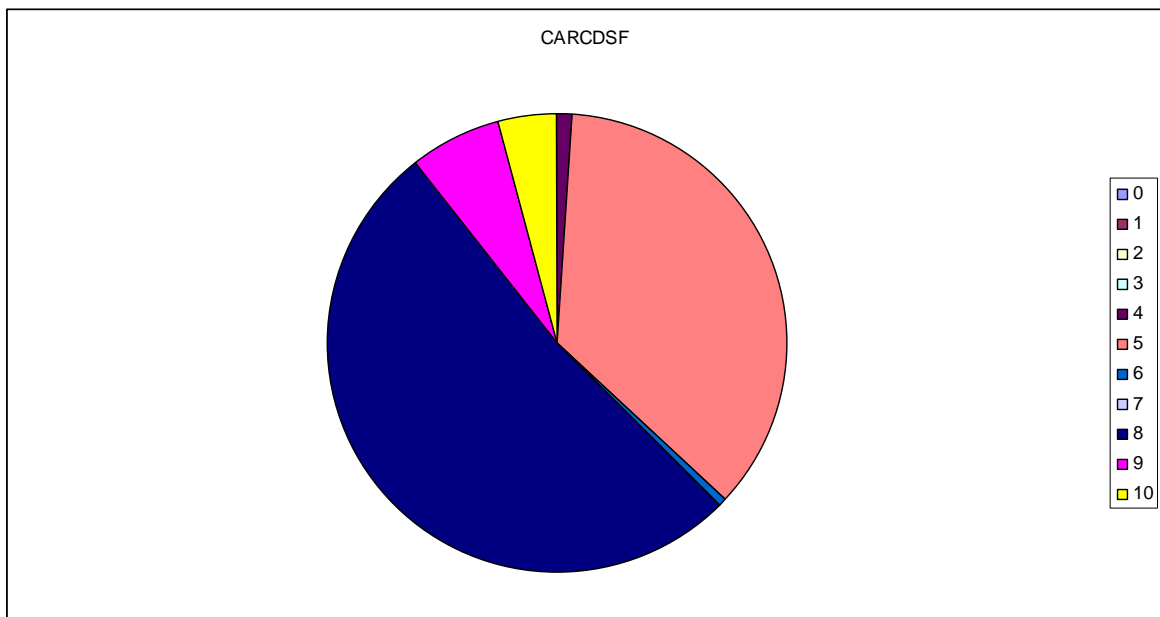
Source : Enquête IGAS.

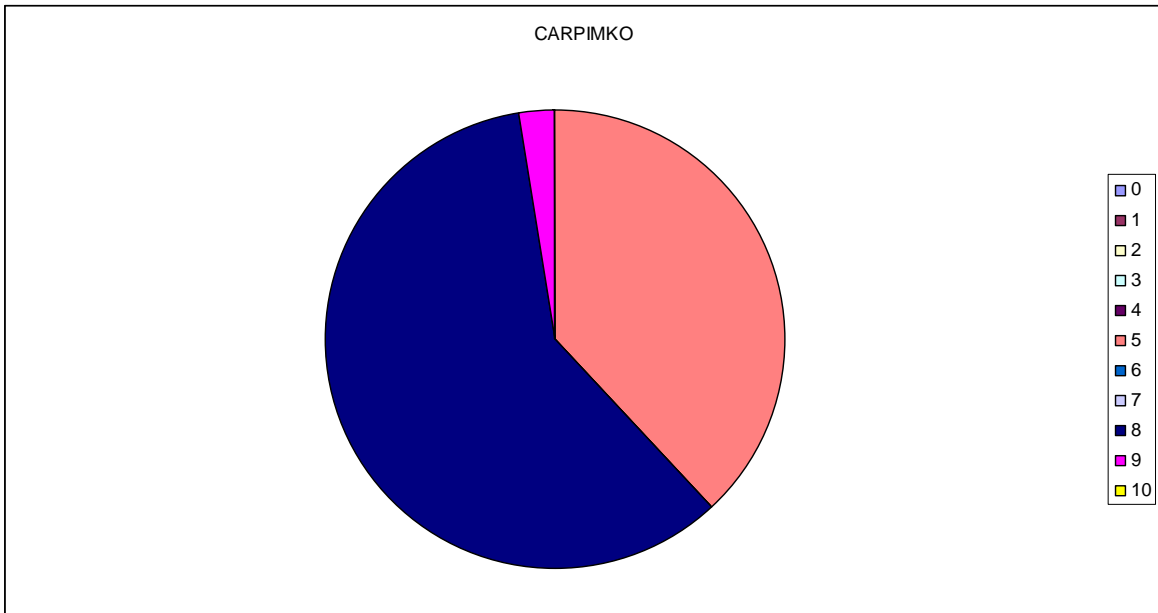
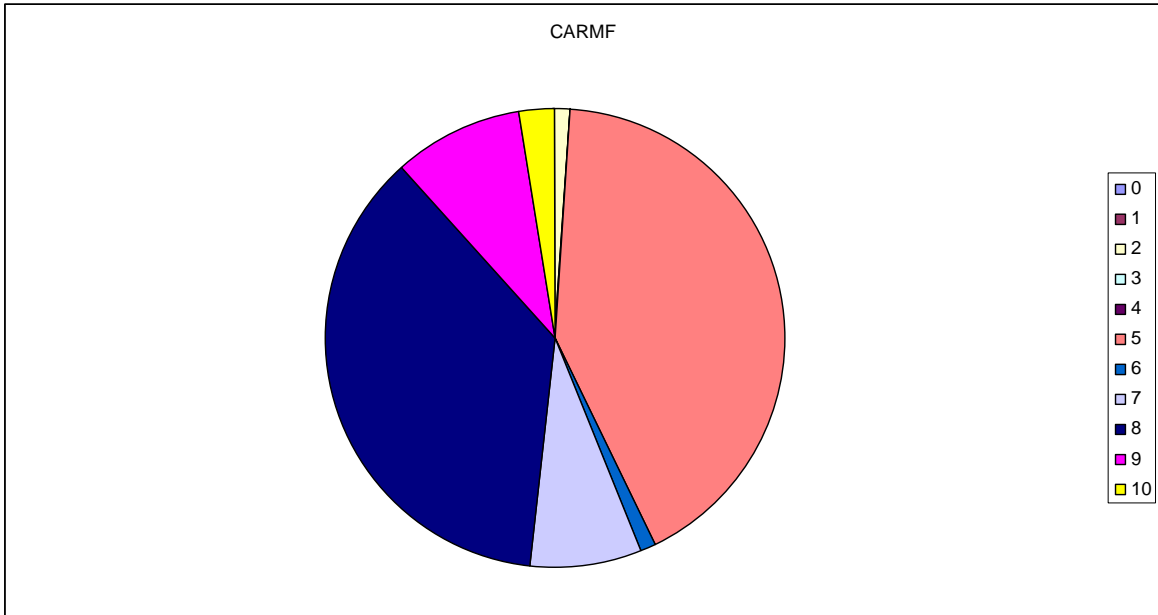
Graphique 23 : Part des actions, obligations et immobilier dans les portefeuilles (%)

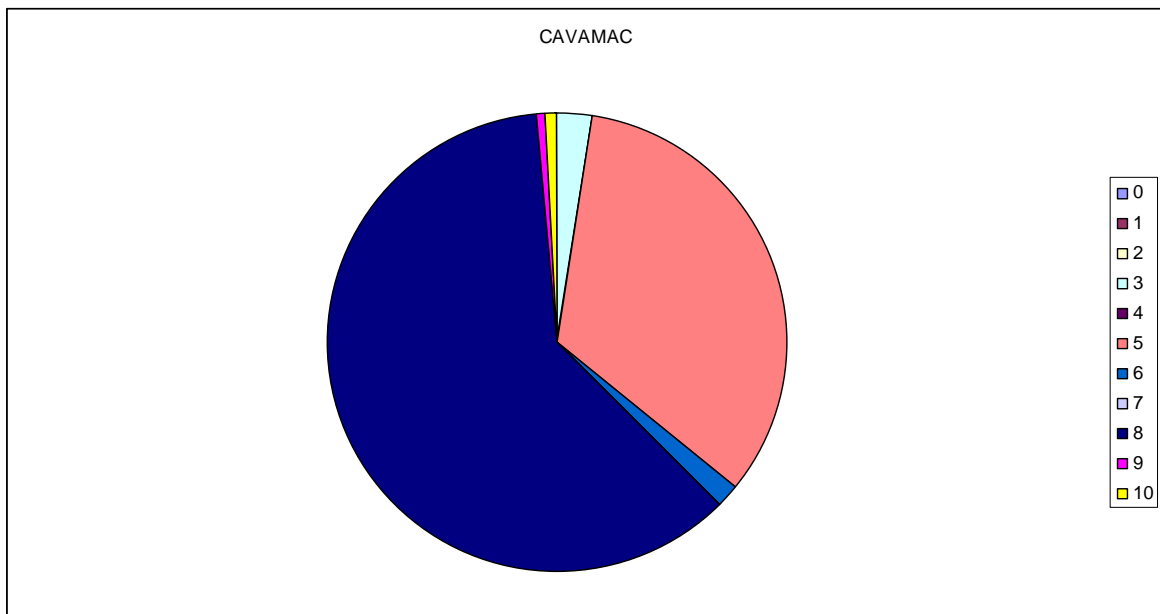
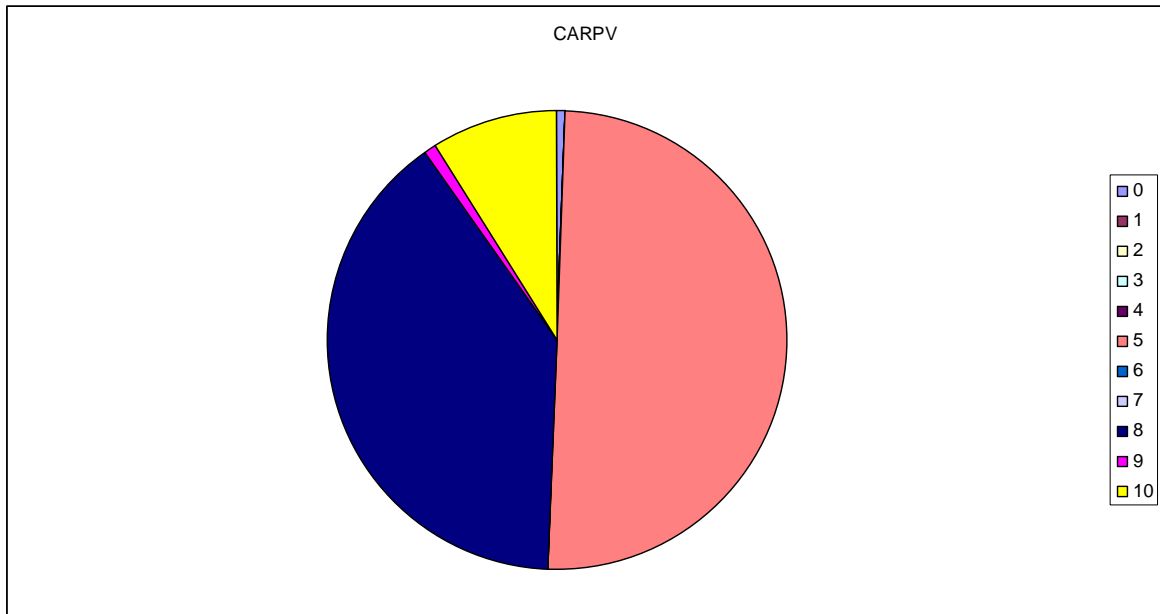


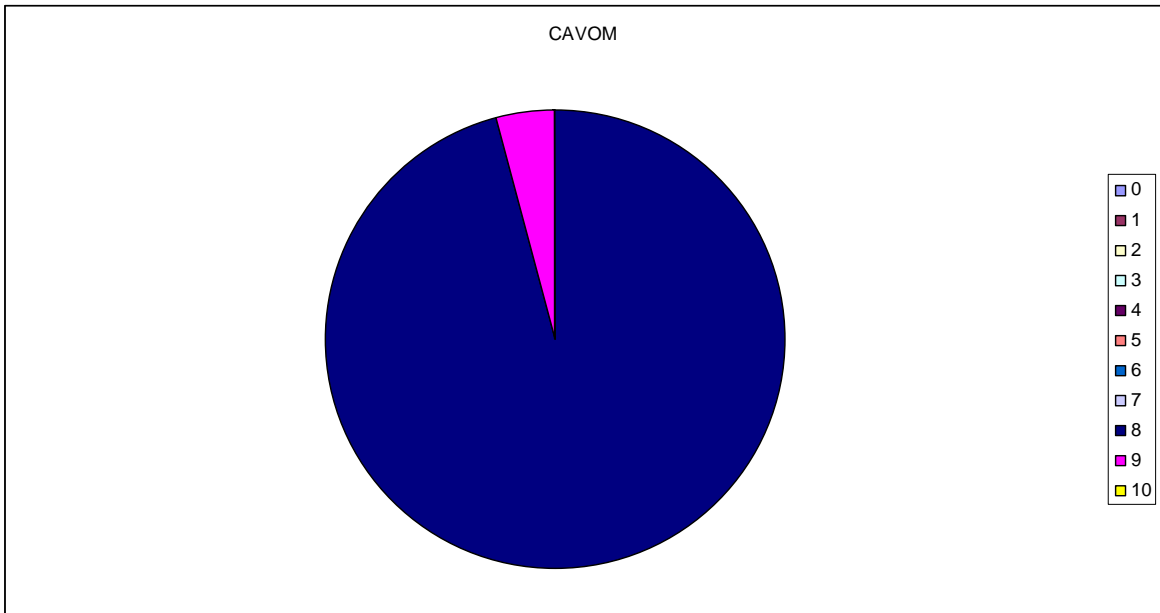
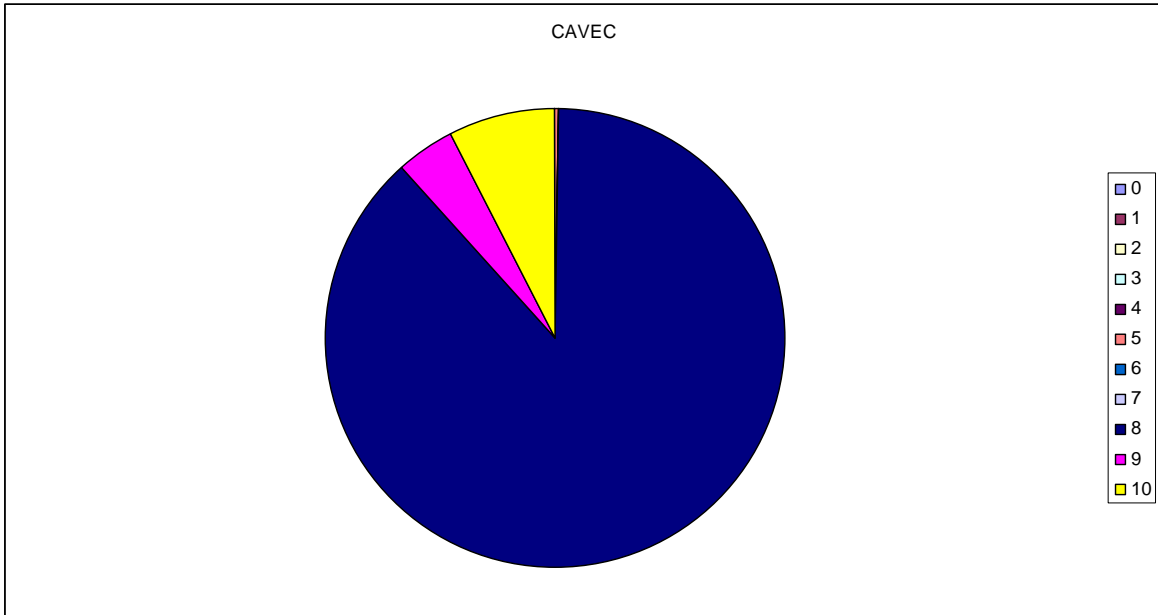
Source : Enquête IGAS.

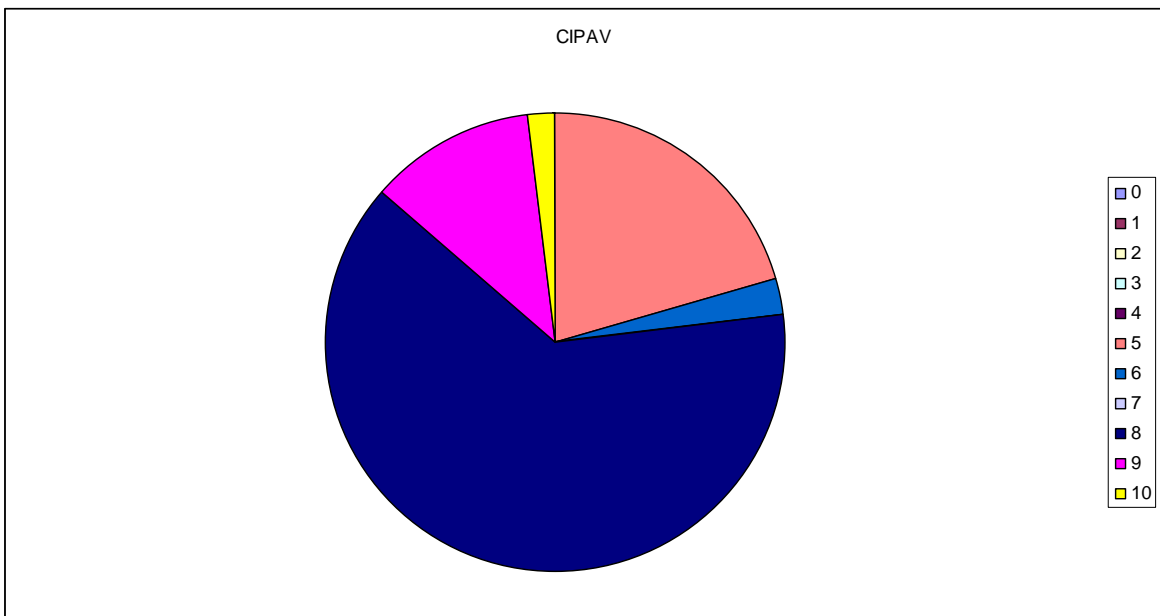
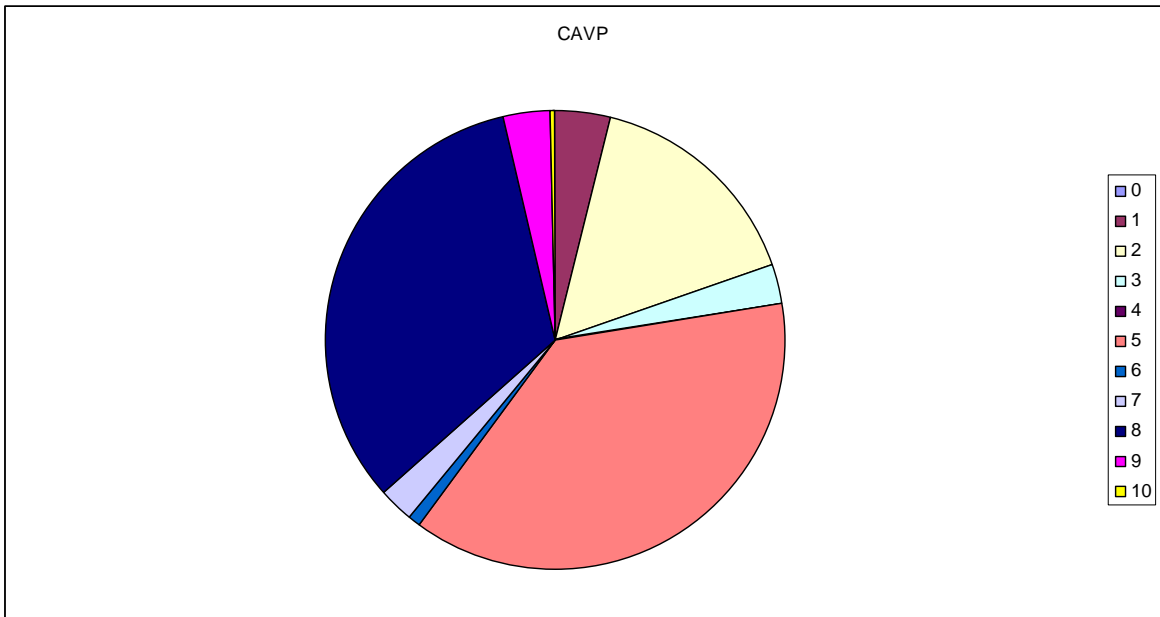
Graphique 24 : Composition des portefeuilles par caisse

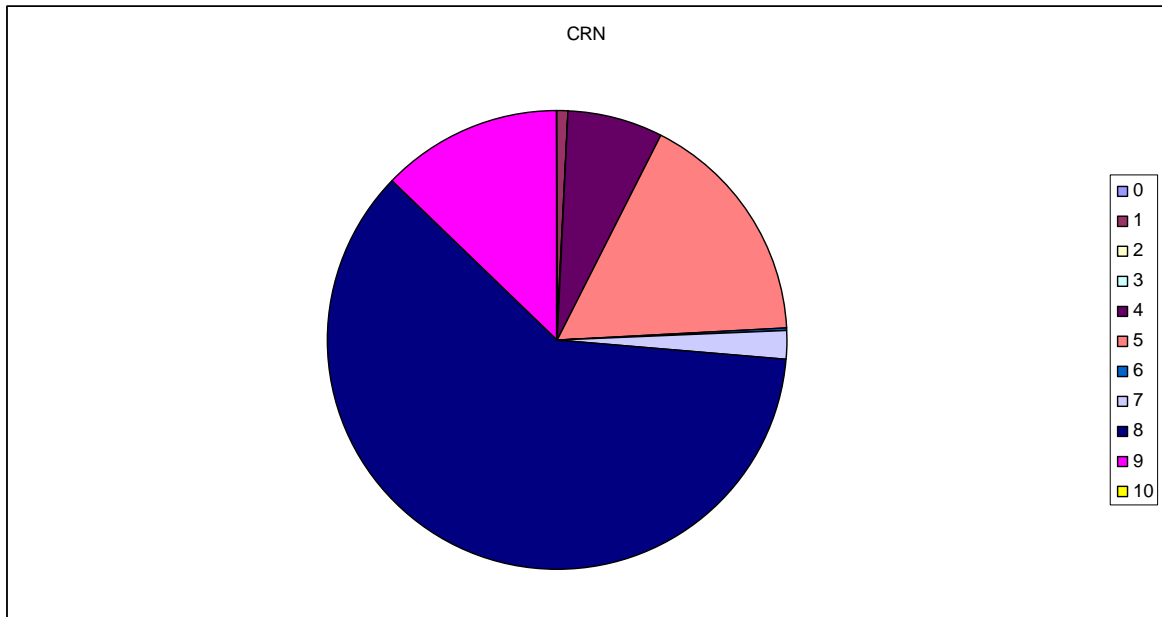












Source : Enquête IGAS.