Inspection générale
des affaires sociales
RM2012-129P

Contrôle des placements de la caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF)

RAPPORT DEFINITIF

Établi par

Virginie CAYRÉ, Vincent RUOL
Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

Synthèse

[1] Dans le cadre d'une mission générale de contrôle des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission) une mission composée de Virginie CAYRÉ et Vincent RUOL a procédé au contrôle des placements de la Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF). Ce contrôle portait sur les exercices 2006 à 2011.

[2] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 26 juin et le 19 octobre 2012. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 1.
Un rapport provisoire a été adressé le 29 décembre 2012 à la caisse, qui a répondu le 29 janvier 2013. La réponse de la CARMF comprenait :
- une lettre du président de la CARMF (pièce jointe 1). Cette lettre fait l'objet de la réponse de la mission en pièce jointe 2 ;
- des observations détaillées sur le texte et les annexes du rapport. Ces observations sont d'une part incluses dans le texte du rapport, et d'autre part annexées dans la forme transmise par la caisse à la mission (pièce jointe 3).
La mission, afin de tenir compte des observations de la caisse, a supprimé certains passages, qui sont barrés dans le texte ~~de cette manière~~. De même, la mission a pu inclure des passages qui n'ont donc pas été soumis à contradiction. Ces passages sont double soulignés dans le texte de cette manière.
Enfin, pour tenir compte du grand nombre d'observations de la caisse (« 2ème colonne ») et de réponses de la mission (« 3ème colonne ») qui peuvent rendre difficile la compréhension du rapport, celui-ci se trouve dans sa version définitive sans 2ème et 3ème colonnes en pièce jointe 4.

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS

[3] La CARMF est une section professionnelle de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL). Elle gère administrativement pour le compte de cette dernière le régime de retraite de base des médecins. Par ailleurs, la caisse gère en propre un régime d'invalidité-décès et deux régimes de retraite complémentaire : le régime de retraite complémentaire obligatoire (RCO), dont les cotisations sont assises sur l'activité libérale, et les allocations supplémentaires vieillesse (ASV) de certains médecins dont les cotisations sont assises sur l'activité conventionnée. Au total, les réserves tous régimes confondus s'élevaient fin 2011 à 5,1 Mds€ en valeur nette comptable.

[4] Le RCO est un régime par points, dont la valeur de service est déterminée chaque année par le conseil d'administration.

[5] Le régime (ASV) concerne les médecins conventionnés en secteur 1 et 2. La cotisation est forfaitaire. Pour les médecins conventionnés en secteur 1, elle est acquittée à hauteur des 2/3 directement par l'assurance maladie.

[6] Fin 2011, le montant des réserves accumulées au titre de ces régimes de retraite complémentaire, d'un montant de 5 Mds€ en valeur de réalisation, représente environ 6 ans de prestations.

[7] Le résultat technique de la caisse demeure pour l'heure excédentaire mais le rapport cotisants sur pensionnés se détériore, ce qui implique qu'à court terme la caisse devra puiser dans ses réserves pour servir les pensions.

[8] La caisse est gérée selon le modèle classique d'une direction contrôlée par un conseil d'administration. Les affiliés élisent des délégués composant l'assemblée générale, qui est renouvelée par moitié tous les 3 ans. Cette dernière désigne les administrateurs élus (au nombre de ~~23~~ 25) qui cooptent des administrateurs (au nombre de 5 dont 2 sur proposition du conseil national de l'ordre des médecins). Le président actuel, réélu en septembre 2012, est un administrateur coopté.

Réponse de l'organisme : *3ème phrase : « Les délégués élisent les administrateurs (au nombre de 25) qui agréent deux administrateurs proposés par le Conseil National de l'Ordre des Médecins et peuvent coopter jusqu'à 3 administrateurs ».*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en ce sens.*

[9] Les services de la caisse sont dirigés par un directeur qui s'appuie sur 6 personnes (dont 4 gestionnaires) en charge des placements mobiliers à hauteur de 4,3 Mds€ (en valeur de réalisation) et sur un service immobilier de 6 personnes pour des investissements que la caisse évalue à 790 M€. Les équipes chargées de la gestion mobilière sont anciennes et assez peu renouvelées.

Réponse de l'organisme : *1ère phrase : Après qui s'appuie, ajouter « pour la gestion financière ». Le service Immobilier a été renouvelé à hauteur de 50 % de ses effectifs entre 2011 et 2012.*

Observation de la mission : *La rédaction sera précisée.*

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF

[10] Alors même que les flux techniques sont régulièrement suivis et que la caisse dispose de compétences pour réaliser en interne ses études de passif, la politique de placement définie par le règlement financier et l'allocation stratégique fait mal le lien entre le passif et la gestion de l'actif.

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier n'a pas pour objet principal de définir l'allocation stratégique. L'allocation stratégique du régime complémentaire vieillesse part, depuis la réforme du régime intervenue en 1996, d'une analyse du passif à long terme, l'objectif étant de maintenir, dans le cadre d'un système de répartition provisionnée, des réserves constamment positives.*

Observation de la mission : *La mission n'a en rien écrit que le règlement financier aurait pour objectif de définir l'allocation stratégique.*
La notion de répartition provisionnée n'est définie ni par la caisse, ni par la doctrine, ni par les textes : le régime additionnel de la fonction publique (RAFP) est un régime en répartition provisionnée (article 76 de la loi de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003) et pourtant financé en capitalisation (article 28 du décret n° 2004-569 du 18 juin 2004). À l'inverse, le RETREP, qui est tout autant un régime en répartition provisionnée (article 3 de la loi n° 2005-5 du 5 janvier 2005), ne procède pas à un provisionnement intégral de ses engagements (voir notamment l'article 17 du décret n° 2005-1233 du 30 septembre 2005).
La caisse prendra utilement connaissance des rapports RM2013-039P (Évaluation du pilotage financier des régimes de retraite complémentaire professionnels, Anne-Marie BROCAS, Laurent GRATIEUX, Abdelkrim KIOUR, Jérôme VÉRONNEAU) et RM2013-021P (Contrôle des placements des régimes de retraite complémentaires professionnels, Virginie CAYRÉ, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD, Vincent RUOL).

[11] Les objectifs et le cadre de la politique de placement sont définis dans un règlement financier vague qui ne propose ni vision stratégique des placements de la caisse, ni modalités opérationnelles précises de gestion des placements.

Réponse de l'organisme : *L'objet du règlement financier n'est pas de définir l'allocation stratégique, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623-10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *Le paragraphe [11] ne mentionne pas l'expression « allocation stratégique ». La caisse ne répond pas aux observations de la mission.*

[12] Contrairement à ce qu'impose le règlement financier, l'allocation stratégique n'a pas été formellement revue depuis 1996 et le départ entre allocation stratégique et allocation tactique n'est pas fait. Ce flou est le résultat d'un suivi distendu de l'allocation stratégique de long terme par les administrateurs de la caisse, davantage concentrés sur l'allocation tactique et la gestion active des placements de la caisse. Ainsi, la direction de la caisse présente chaque année au conseil d'administration des orientations en matière de placements, que celle-ci considère comme stratégiques. Or une véritable allocation stratégique se projette sur des horizons plus longs que l'année : le règlement financier de la caisse prévoit à juste titre qu'elle est arrêtée pour une période de 5 ans.

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier n'est entré en vigueur, conformément au décret n° 2002-1314 du 24 octobre 2002, qu'au 1er janvier 2004. La Caisse n'a pas attendu le règlement financier pour mettre en œuvre une gestion actif/passif et une allocation stratégique définie dès 1996 et portant sur une période de 40 ans. Cette allocation n'a pas été sensiblement modifiée, dès lors que les projections réalisées annuellement confirmaient son bien-fondé.*

Observation de la mission : *La mission a établi dans le présent rapport que le lien entre actif et passif n'était pas fait.*

Réponse de l'organisme : *Depuis 2004, le rapport annuel sur les orientations générales de la politique de placement rappelle l'allocation stratégique de la Caisse, mais les orientations annuelles ne peuvent être que tactiques.*
A aucun moment le décret de 2002 ne mentionne les termes « allocation stratégique ou tactique », et encore moins la gestion actif/passif, ces notions ayant été spontanément inscrites dans le règlement financier élaboré par la Caisse.

Observation de la mission : *La mission n'indique rien de tel. Elle établit,* ***sans être contredite par la caisse****, que, bien que le règlement financier prévoie que l'allocation stratégique est arrêtée pour 5 ans, les débats menés en conseil d'administration annuellement portent en fait sur l'allocation tactique et non sur l'allocation stratégique.*

[13] La mission a donc été contrainte de reconstituer les allocations mises effectivement en œuvre par la caisse à partir des placements effectués, sans jamais être en mesure d'établir à partir des documents fournis par la caisse en quoi les choix effectués servent le passif de la caisse. Il est donc indispensable de formaliser l'allocation stratégique en prenant soin que cette formalisation lie clairement le passif de la caisse aux choix réalisés en matière de gestion de l'actif. Ce lien est rendu d'autant plus indispensable que la caisse va devoir dans les prochaines années commencer à puiser dans ses réserves pour servir des pensions.

Réponse de l'organisme : *La Caisse considère que cette observation porte plus sur la forme que sur le fond. La gestion actif/passif est effectuée en permanence.*

Observation de la mission : *La mission insiste, au contraire, sur la difficulté de distinguer entre allocations tactique et stratégique. Ce constat, qui n'est pas contesté par la caisse, n'est pas, comme celle-ci l'indique en réponse, purement formel : la politique de placement, et l'allocation stratégique qui en découle, sont des documents importants indiquant les orientations générales en matière de placements pour les années à venir.*
Par ailleurs, la mission établit dans le rapport que le lien entre actif et passif n'est pas fait.

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE

[14] La formation des administrateurs paraît largement insuffisante, notamment au vu de la complexité des produits financiers détenus par la caisse et validés plusieurs fois par an en commission des placements (pour les placements mobiliers) et en conseil d'administration (pour les investissements immobiliers).

Réponse de l'organisme : *On ne peut pas demander à des médecins d'être des spécialistes de la gestion financière, qui devient de plus en plus complexe. Au-delà des grandes notions, la formation des administrateurs se fait de manière continue par les échanges avec les gestionnaires financiers.*

Observation de la mission : *Il n'est pas demandé aux administrateurs d'être des spécialistes mais d'être formés afin de saisir le contexte, les enjeux et risques entourant les décisions qu'ils prennent. Ainsi, si les administrateurs ne sont pas des spécialistes de la gestion financière, peut-être serait-il prudent qu'ils en tirent les conséquences en arrêtant une politique de placement simple qu'ils peuvent comprendre et contrôler.*
La mission doute de la pertinence de la formation au contact de gestionnaires financiers qui ont un intérêt direct au placement de leurs produits.

[15] La gouvernance de la caisse n'assure pas un contrôle suffisant de la direction, s'agissant des placements. L'examen exhaustif des comptes rendus des instances entre 2006 et 2011 ne fait pas apparaître un réel contrôle, même si certaines propositions d'investissements proposées par la direction ne sont pas suivies par les instances : le contrôle des organes délibérants se limite au choix ligne à ligne de quelques instruments sur lesquels la caisse investit.

Réponse de l'organisme : *Le rôle du Conseil d'Administration n'est pas de « contrôler » la direction, mais de définir les orientations et de faire des choix. Tous les choix d'investissement sont faits par les organes délibérants (à l'exception de la gestion directe des actions et de quelques obligations convertibles, déléguée à la Direction).*

Observation de la mission : *L'article R. 641-5 du code de la sécurité sociale dispose : « Le directeur assure le fonctionnement de la section ou du groupe de sections* ***suivant les directives et sous le contrôle du*** *ou des* ***conseils d'administration*** *».*
Cette réponse est l'indice d'un dysfonctionnement manifeste du conseil d'administration susceptible de justifier l'intervention de la tutelle.
L'observation, confirmée par la caisse elle-même, est bien évidemment maintenue.

[16] Les placements mobiliers sont gérés par une équipe de 6 personnes (dont 2 gérants « taux » et 2 gérants « actions ») qui, dans ses choix, donne la priorité au rendement et à la gestion active du portefeuille. Les notions de passif et de risque sont absents des comptes rendus analysés par la mission. Les mesures de risque figurent uniquement dans les fiches techniques synthétiques produites à l'appui des nouvelles propositions de placement, mais ne semblent pas exploitées par les gérants. Le risque n'est pas plus suivi dans les bilans présentés aux administrateurs. Le choix des outils de *reporting* n'apparaît pas non plus adéquat à un suivi scrupuleux des réalisations par les administrateurs.

Réponse de l'organisme : *Dans un portefeuille diversifié, le « risque » individuel d'un actif ne doit pas être considéré isolément.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission.*

Réponse de l'organisme : *Le couple « rendement/risque du portefeuille » est le b-a-ba de la gestion financière, et même le moins averti des administrateurs connaît cette notion et sait qu'une action est plus « risquée » qu'une obligation.*

Observation de la mission : *La caisse écrit, sous [119], que l'acquisition d'un vignoble «* est aujourd'hui moins « risquée » que l'achat d'OAT à 10 ans, qui ne rapportent que 2% par an *». À l'évidence, les notions de base de la gestion financière ne sont pas maîtrisées.*

Réponse de l'organisme : *La mesure du risque est également difficile, car elle utilise plusieurs notions (volatilité absolue ou relative [tracking error], value at risk, ratios divers…).*
De plus, le risque est souvent calculé sur des données historiques et ne prend pas en compte des chocs extrêmes de marchés (cf 2008).
A aucun moment la Mission ne définit ce que devrait être le risque suivi par la Caisse, alors que l'allocation sratégique d'actifs de la CARMF utilise un concept précis (« value at risk »).

Observation de la mission : *La caisse ne saurait prétendre utiliser le concept précis – selon la caisse – de « value at risk » (VaR) sans :*
- préciser les hypothèses qu'elle fait sur la modélisation des différents éléments d'actif : quel modèle de diffusion pour les actions ? Quel modèle de taux ? Quel modèle d'inflation ? Quel modèle pour le risque de défaut ? Quelles hypothèses sur la liquidité ?
- préciser comment les différents paramètres utilisés dans les modèles précités sont calibrés ;
- faire des études de sensibilité aux différentes hypothèses ci-dessus.
Enfin, si la caisse s'engageait dans une démarche de ce type, les organes délibérants devraient naturellement être en mesure de critiquer les modèles et hypothèses sous-jacentes. On devrait donc trouver des interrogations du type suivant : pourquoi utiliser un modèle de diffusion actions à sauts poissonniens ? Pourquoi utiliser un modèle de diffusion des taux de type Hull et White plutôt que Ho et Lee ? Comment les données de corrélation ont-elles été calibrées et sur quel horizon ? Comment est calibrée la courbe des taux sans risque ?
Ces éléments n'étant pas mis en œuvre, la mission considère que la caisse n'utilise pas de manière raisonnée et maîtrisée le concept de VaR.
La rédaction est donc maintenue.

[17] Si un contrôle interne a été mis en place au sein de la caisse en 2011 avec l'embauche d'une contrôleuse interne, il a été orienté vers les directions métier et les placements n'entrent pas aujourd'hui dans le périmètre du contrôle interne. Il apparaît pourtant indispensable qu'une réorientation de ses priorités ait lieu à court terme, afin de limiter les risques liés à l'absence d'un tel contrôle, qui n'est pour l'heure compensée ni par les outils mis en place par la caisse (agence comptable, commission de contrôle et d'audit), ni par un contrôle externe (la caisse n'a pas recours à des auditeurs externes et ses comptes ne sont pas certifiés).

Réponse de l'organisme : *Effectivement les priorités données au récent contrôleur interne se portent sur les activités métiers (cotisations, pensions); il abordera les gestions financières et administratives dans un second temps; mais il existe un système de contrôle interne au Service Gestion de Portefeuille (SGP) et entre ce service et l'Agence comptable.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc les lacunes de son organisation en la matière.*

[18] Sur le plan comptable, la caisse devrait documenter certains choix d'affectation, certes pertinents mais non réglementaires. Un travail doit être engagé pour mieux prendre en compte les engagements hors bilan de la caisse.

[19] Le principal critère de décision au sein de la CARMF est celui de rendement à court terme des placements, ce qui ne manque pas de surprendre pour un investisseur de long terme comme une caisse de retraite. La notion de risque est systématiquement écartée au profit de celle de rendement, au point qu'elle n'apparaît que de façon très marginale dans les documents produits par la caisse ou dans les entretiens réalisés. Ce défaut de prise en compte du risque présenté par les actifs détenus est par ailleurs renforcé par le constat de la mission selon lequel la caisse n'est pas en mesure de valoriser certains actifs complexes comme les obligations convertibles ou structurées, ou encore les stratégies de couverture qu'elle se propose pourtant de mettre en œuvre.

Réponse de l'organisme : *Contrairement à ce qui est indiqué par la Mission, les critères d'allocations d'actif ne sont pas des critères à court terme. La Caisse s'efforce au contraire d'analyser les performances (et le risque) sur des périodes longues (3 à 5 ans) aussi bien pour le choix des investissements que pour le suivi des actifs en portefeuille. En ce qui concerne les actifs « complexes », ils représentent une faible part des actifs de la Caisse, et en tout état de cause, font l'objet de valorisations extérieures.*

Observation de la mission : *La mission prend bonne note du fait que la notion de long terme signifie 3 à 5 ans pour la caisse.*
La mission s'étonne du fait que la caisse se prévale de valorisations extérieures qu'elle n'a pas pu produire lorsque la mission les lui a demandées (notamment s'agissant de la double valorisation des obligations structurées).

Réponse de l'organisme : *Les obligations convertibles détenues par la CARMF ne présentent quant à elles pas de complexité particulière et font l'objet de nombreux échanges sur les marchés.*

Observation de la mission : *La mission a estimé que les obligations convertibles étaient des instruments suffisamment complexes pour consacrer l'annexe 8 à leur description sommaire. Les nombreux échanges allégués par la caisse sur ce type d'instruments ne permettent pas d'obtenir une fourchette de prix resserrée : la mission a établi sous [224],* ***sans être contredite par la caisse****, que la fourchette de prix se situait le plus souvent entre 20 et 50 points de base.*

Réponse de l'organisme : *Quant aux actifs de couverture, leur maniement est à la portée des gestionnaires, mais la Caisse ne les met pas en œuvre, conformément à la réglementation. On voit mal comment la Mission a pu faire un « constat » d'incompétence pour des instruments que la Caisse n'utilise pas.*

Observation de la mission : *L'article R. 623-4 autorise le recours aux instruments financiers à terme dans un objectif de couverture.*
La mission a établi sous [219 et suivants], ***sans être contredite par la caisse****, que cette dernière n'était pas en mesure de valoriser la stratégie de «* put spread *» qu'elle se proposait de mettre en œuvre.*

[20] En lien direct avec l'absence de formalisation des allocations stratégique et tactique tant sur les placements mobiliers qu'immobiliers, la politique d'investissement apparaît largement opportuniste et n'est pas assortie du respect des obligations de mise en concurrence pour le choix des gérants de fonds dédiés, alors même que ceux-ci ne sont pas des instruments financiers et ne bénéficient donc pas d'une dérogation. La mission a noté à ce titre qu'une consultation avait pourtant été réalisée en 2001, au moment de la constitution d'un nombre important de fonds dédiés, mais qu'aucune n'a été engagée depuis alors même que de nouveaux investissements dans des fonds dédiés ont eu lieu. Le choix des gestionnaires de fonds repose donc très largement sur la personnalité des gérants et sur des appréciations qualitatives portées sur leur gestion. Associée à une faible supervision de frais de gestion, au demeurant élevés, et à des règles de déontologie minimales, cette pratique apparaît plus risquée que celle qui résulterait d'un processus de gestion davantage formalisé.

Réponse de l'organisme : *D'après les règles du Code des marchés publics (5° de l'article 3), conformes à la directive européenne n° 2004-18 du 31 mars 2004, le choix des titres financiers est exclu des procédures d'appel d'offres des marchés publics. Or, l'article L 211-1 du Code Monétaire et Financier stipule que « les titres financiers comprennent : «… - 3 Les parts ou actions d'organismes de placement collectif ».*
Les fonds dédiés sont des OPCVM de même nature que les fonds ouverts, et il n'y a aucune raison de les considérer différemment vis-à-vis des obligations des organismes soumis au Code des Marchés Publics ».
Sur le fond, une procédure d'appel d'offres ne garantit pas forcément le choix des meilleurs gérants. C'est pourquoi le choix de la Caisse s'est plutôt porté sur la sélection de gérants au vu des performances et de la volatilité des fonds en moyenne période.
Le critère des frais de gestion, s'il est important, ne doit pas être un élément déterminant dans le choix des gérants, car les performances permettant de les comparer sont nettes de frais.

Observation de la mission : *La mission prend bonne note des arguments avancés par la caisse. Elle rappelle que ses orientations font prendre à ses dirigeants et administrateurs, en toute connaissance de cause, un risque de nature pénale.*

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES

[21] La caisse détient environ 4,3 Mds€ d'actifs mobiliers, qu'elle gère majoritairement de manière déléguée, et 790 M€ d'actifs immobiliers détenus en direct à hauteur de 90 %.

[22] Les placements détenus à travers des fonds ne sont pas suffisamment suivis, et ce à différents stades de la gestion : les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté, sont sans lien avec le passif et laissent trop de marges de manœuvre aux gérants ; les conventions de gestion ne sont pas toutes à jour et la caisse ne suit pas les risques que présentent les fonds qu'elle possède. De plus, la caisse ne respecte ni les règles d'admissibilité, ni les règles de dispersion et, près de 40 % de ses placements ne seraient pas admis en détention directe.

Réponse de l'organisme : *Dès lors que la Caisse définit elle-même son allocation d'actifs et investit dans des produits « purs » (actions, obligations ou convertibles) et non diversifiés, le choix des fonds n'a et ne doit avoir aucun rapport avec le passif. Une fois les objectifs de gestion définis, la Caisse ne peut intervenir dans la gestion des fonds qui est de la responsabilité unique des gérants.*
C'est là une différence fondamentale avec la gestion directe et il est incorrect de vouloir appliquer les mêmes règles à la gestion directe et à la gestion déléguée, ce que la règlementation ne fait d'ailleurs pas.

Observation de la mission : *La mission s'étonne du fait que la caisse considère que les obligations convertibles comme des produits « purs » alors qu'ils sont usuellement considérés comme des produits hybrides et complexes.*
La mission observe que les objectifs des fonds ne sont pas articulés avec le passif de la caisse. Il s'agit là bien évidemment d'un travail incombant en amont à la caisse. Par exemple, il n'est pas démontré de lien entre la duration du passif et des actifs obligataires, et encore moins une déclinaison fonds par fonds de la duration souhaitée.

[23] La caisse a, en effet, fait le choix dès l'allocation stratégique adoptée en 1996 de ne détenir qu'un minimum d'obligations, afin de satisfaire les contraintes réglementaires. Toutefois, l'analyse ligne à ligne du portefeuille a conduit à constater que ces contraintes de dispersion ne sont respectées qu'au moyen d'une ventilation incorrecte de certains produits financiers. Au total, après retraitement, les actifs des catégories 1° à 5°, c'est-à-dire les actifs obligataires et assimilés de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale représentent 12,23 % des placements alors que l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale impose qu'ils en représentent au moins 34 %. En outre, la caisse détient des instruments non admissibles à hauteur de 1,2 Mds€ (soit 23,6 % du total des réserves). Pour l'essentiel, ces actifs inadmissibles sont des fonds contractuels devenus non admissibles en 2011 suite à un changement de réglementation, et pour une faible part des fonds immobiliers n'ayant pas une vocation uniquement immobilière.

Réponse de l'organisme : *Le « retraitement » des actifs obligataires faisant apparaître un pourcentage inférieur aux 34 % réglementaires résulte d'une interprétation pour le moins restrictive de la réglementation. La Caisse, à l'instar de nombreux autres investisseurs institutionnels, considère que les obligations convertibles sont, comme leur nom l'indique, des obligations.*

Observation de la mission : *La mission n'a pas déclassé les obligations convertibles.*

Réponse de l'organisme : *Par ailleurs, le fait de ne pas considérer les fonds obligataires comme éligibles au 5° de l'article R 623-3, en raison notamment de l'utilisation par ces fonds d'instruments financiers à terme, résulte d'une interprétation tout à fait subjective de cet article, l'objet de ces fonds étant bien « limité à la gestion d'un portefeuille de valeurs obligataires ». La Mission ne cite pas le renvoi à l'article R 623-6 qui vise les fonds de droit français régis par le Code des Marchés Financiers et l'AMF, l'utilisation d'instruments financiers à terme n'étant nullement prohibée. La Mission confond les termes « objet » et « instruments ». Les IFT contribuent à la réalisation de l'objet des fonds.*

Observation de la mission : *Le détail des causes de déclassement effectives des fonds obligataires se trouve sous [310].*
L'article R. 623-6 auquel se réfère la caisse prohibe la détention de fonds dédiés qui ne seraient pas à vocation générale. La mission comprend donc que la caisse appelle, non pas à un déclassement, mais au constat pur et simple de la non admissibilité d'un certain nombre de fonds.

Réponse de l'organisme : *Enfin, la non admissibilité de certains fonds contractuels résulte d'un changement de réglementation d'août 2011, sur lequel la Caisse n'a été ni consultée, ni informée, point qu'elle a d'ailleurs soulevé spontanément auprès de la Mission. Les fonds contractuels analysés par la Mission ont été créés avant cette date, en conformité avec la règlementation.*

Observation de la mission : *Aucun texte n'impose au pouvoir réglementaire de consulter les caisses de retraite lorsqu'il envisage de modifier l'état du droit applicable en matière financière. En outre, le décret n° 2011-922 du 1er août 2011 est paru au journal officiel du 3 août 2011. La caisse ne peut invoquer son défaut d'information.*
La mission n'a en rien critiqué conformité des fonds à la réglementation antérieure. Elle s'est bornée à constater, ***sans être contredite par la caisse****, la violation de la réglementation présente.*

[24] La caisse détient enfin au travers d'OPCVM une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct. Certains de ces OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de surexposition (utilisation de l'effet de levier permis par ces instruments), alors que les dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002 modifié autorisent leur usage aux seules fins de couverture. De même, un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change qui rend impossible la vérification de la contrainte de congruence des devises. L'usage des OPCVM permet également de contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements. En l'occurrence, la caisse s'expose à des émetteurs ou des devises situés dans des pays émergents (Inde, Malaisie, Russie, pays d'Amérique du sud…). Elle détient également des fonds de produits structurés dont le suivi nécessite un niveau de contrôle interne, une puissance de calcul informatique et des compétences techniques en matière de valorisation dont la caisse est dépourvue.

Réponse de l'organisme : *La Mission reproche à la Caisse de détenir « en termes d'OPCVM, une forte proposition d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct ». La règlementation l'autorise en effet, et à juste titre : comme il a déjà été indiqué, la détention d'OPCVM limite considérablement le risque par rapport à une gestion directe, ce qui devrait conforter la Mission dans ses préoccupations de maîtrise du risque. La Caisse ne gère en direct que les produits qu'elle peut totalement maîtriser (essentiellement les actions de grandes entreprises de la zone euro), les diversifications de classes d'actifs et géographiques étant assurées par les OPCVM qui présentent des garanties importantes ; conservation des titres et respect des règles de l'OPCVM assurés par des entités indépendantes des gérants, Commissaire aux Comptes, …, le rôle de la Caisse n'étant pas de se substituer à ces intervenants mais de surveiller l'efficacité de la gestion.*

Observation de la mission : *La caisse gère en direct des obligations convertibles qu'elle n'est pas en mesure de valoriser.*
Par ailleurs, les garanties « importantes *» avancées par la caisse ne sont pas consubstantielles des OPCVM : la conservation des titres détenus en direct bénéficie en théorie des mêmes garanties et, s'il apparaît qu'il y a une diminution du risque du fait de la détention au travers d'OPCVM, cela n'est dû qu'à la faiblesse du contrôle interne de la caisse et à l'absence de certification des comptes par un commissaire aux comptes.*
Au total, les garanties apportées par les OPCVM apparaissent essentiellement formelles.

Sommaire

SYNTHESE **3**

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS 3

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF 4

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE 6

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES 9

SOMMAIRE **13**

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS 17

1.1. La caisse gère plusieurs régimes mais le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves *17*

1.1.1. La CARMF gère administrativement le régime de base pour le compte de la CNAVPL 17
1.1.2. La caisse couvre le risque invalidité décès 17
1.1.3. Le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves 17
1.1.4. Le régime avantage social vieillesse (ASV), récemment réformé, n'est pas piloté par la CARMF 19
1.1.5. Le régime de préretraite s'éteindra fin 2012 20
1.1.6. La caisse gère un régime « Madelin » par capitalisation 20

1.2. Le rapport cotisants-allocataires se détériore lentement *22*

1.2.1. La démographie médicale est largement déterminée par le numerus clausus 22
1.2.2. Le résultat technique demeure pour l'heure excédentaire 22

1.3. La gouvernance de la caisse suit le modèle classique d'une direction contrôlée par un conseil d'administration *23*

1.3.1. Le conseil d'administration est majoritairement élu par les affiliés 23
1.3.2. Les services de la caisse sont dirigés par un directeur qui s'appuie sur 6 personnes pour gérer des placements mobiliers à hauteur de 4,3 Mds€ en valeur de réalisation et 6 personnes pour des placements immobiliers à hauteur de 790 M€ 25
1.3.3. La caisse est pour l'essentiel soumise aux dispositions des articles de R 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale en matière financière 26

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF 27

2.1. Les flux techniques sont régulièrement suivis *27*

2.2. La politique de placements se limite à un règlement financier vague *28*

2.2.1. Les objectifs et le cadre de la politique de placement sont globalement définis 29
2.2.2. Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées 30
2.2.3. Les OPCVM dédiés permettent de s'affranchir de la réglementation applicable directement à la caisse 31
2.2.4. Le règlement financier prévoit des mécanismes de contrôle 32

2.2.5. La vision stratégique de la caisse fait défaut 35
2.3. La dernière allocation d'actifs formalisée date de 1996 42
2.3.1. L'allocation stratégique de 1996 est toujours formellement en vigueur 43
2.3.2. Des réflexions sur la stratégie des placements en 2001 aboutissent à une évolution de l'allocation tactique plus que de l'allocation stratégique. 44
2.3.3. Depuis 2001, les évolutions de l'allocation stratégique ne sont pas clairement identifiées 46
2.3.4. Les études réalisées en 2008 et en 2010 demeurent peu accessibles aux administrateurs 47

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE 50
3.1. Les organes délibérants n'assument pas leur rôle de contrôle de la direction 50
3.1.1. Les documents communiqués à la mission ne permettent pas d'attester de débats relatifs aux placements, tant au conseil d'administration qu'à la commission des placements 50
3.1.2. Les décisions des administrateurs ne sont pas éclairées 54
3.1.3. La notion de risque est absente des débats 59
3.1.4. Les instances de contrôle ne jouent pas leur rôle 61
3.2. La comptabilité est améliorable 62
3.2.1. La caisse devrait justifier les règles comptables qu'elle suit 63
3.2.2. La caisse devrait comptabiliser certains engagements hors bilan 64
3.3. La caisse ne respecte pas ses obligations de mise en concurrence 68
3.4. La caisse ne suit pas régulièrement les frais induits par la gestion indirecte, qui apparaissent élevés 70
3.5. La caisse n'est pas en mesure de valoriser certains actifs mobiliers 72
3.5.1. La caisse est incapable d'évaluer des stratégies de couverture simples 72
3.5.2. La caisse ne sait pas valoriser les obligations convertibles 74
3.5.3. La caisse achète des obligations structurées sans en connaître le véritable prix 75
3.6. La politique d'investissement paraît largement opportuniste 76
3.6.1. La mise en œuvre de la politique immobilière n'est pas concordante avec la stratégie d'allocation identifiée par la mission 77
3.6.2. Les investissements mobiliers sont justifiés par la recherche du rendement dans le cadre d'un style de gestion donné sans référence à des critères de risque ni d'insertion dans une stratégie de placement 82

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES 84
4.1. La caisse détient environ 4,3 Mds€ d'actifs mobiliers 84
4.1.1. La caisse déclare respecter les contraintes de dispersion réglementaires 86
4.1.2. Le nombre de lignes est sensiblement plus élevé qu'en 2006 87
4.1.3. La caisse gère la majorité de ses placements de manière déléguée 88
4.2. Les placements détenus à travers des fonds dédiés ne sont pas suffisamment suivis 91
4.2.1. Les objectifs assignés aux fonds ne sont pas conformes au règlement financier, manquent de clarté, s'avèrent sans lien avec le passif et laissent aux gérants une trop grande marge de manœuvre 91
4.2.2. Les conventions de gestion ne sont pas toujours à jour 95
4.2.3. La caisse ne suit pas les risques présentés par les fonds qu'elle possède 95
4.2.4. La caisse ne consolide pas ses placements 98
4.3. La caisse ne respecte ni les règles d'admissibilité, ni les règles de dispersion 101
4.3.1. La caisse détient des instruments non admissibles à hauteur de 1,2 Mds€ 101
4.3.2. La correction de la ventilation de certains OPCVM montre que la caisse ne respecte pas le minimum réglementaire de placements obligataires 107

4.4. 2,4 Mds€, soit 40 % des placements de la caisse, ne seraient pas admis en détention directe 110

4.4.1. L'analyse du portefeuille en transparence montre que les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de surexposition au risque en violation des dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002 113

4.4.2. L'analyse du portefeuille en transparence montre qu'un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change contraire aux limites imposées par le décret de 2002 116

4.4.3. L'analyse du portefeuille en transparence montre que certains OPCVM exposent la caisse à des risques spécifiques aux marchés émergents 118

LISTE DES RECOMMANDATIONS 119

LETTRE DE MISSION 121

ANNEXE 1 : METHODE DE TRAVAIL ET LISTE DES PERSONNES RENCONTREES 123

ANNEXE 2 : LA POLITIQUE IMMOBILIERE 125

ANNEXE 3 : EXTRAIT DU PROCES VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 27 JANVIER 2001 135

ANNEXE 4 : COMPARAISON DES ALLOCATIONS STRATEGIQUES / TACTIQUES DANS LES COMPTES RENDUS DE CA 139

ANNEXE 5 : LE CALCUL DES TAUX DE RENDEMENT INTERNES IMMOBILIERS PAR LA CAISSE 151

ANNEXE 6 : EXEMPLE DE FICHE D'ANALYSE D'UN FONDS 155

ANNEXE 7 : NOTE INTERNE A DESTINATION DES MEMBRES DE LA COMMISSION DES PLACEMENTS SUR LA GESTION DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES 157

ANNEXE 8 : LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES 171

ANNEXE 9 : ANALYSE DES FONDS DEDIES ACTIONS 175

ANNEXE 10 : ANALYSE DES FONDS DEDIES TAUX 201

ANNEXE 11 : BILAN DES FRAIS FACTURES A LA CARMF PAR LES FONDS 225

ANNEXE 12 : EXTRAIT DE LA REVUE CMF N°43 – NOVEMBRE 2001 231

ANNEXE 13 : COMPARAISON DES COMPOSITIONS DIRECTE ET REELLE DES PORTEFEUILLES ACTIONS ET OBLIGATIONS DE LA CAISSE 235

PIECE JOINTE N° 1 : REPONSE DU PRESIDENT DE LA CARMF 237

PIECE JOINTE N° 2 : COMMENTAIRES DE LA MISSION SUR LA REPONSE DU PRESIDENT DE LA CARMF 239

PIECE JOINTE N° 3 : OBSERVATIONS DETAILLEES DE LA CARMF 241

PIECE JOINTE N° 4 : RAPPORT DEFINITIF SANS REPONSES DE LA CAISSE NI OBSERVATIONS DE LA MISSION 243

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS

[25] La Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF) est une section professionnelle de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL).

1.1. La caisse gère plusieurs régimes mais le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves

[26] La caisse couvre le médecin et son conjoint collaborateur :

- les médecins sont couverts par trois régimes obligatoires de retraite (régime de base, régime complémentaire vieillesse et régime des avantages sociaux de vieillesse), un régime d'invalidité obligatoire, un régime de préretraite en extinction et un régime de retraite facultatif par capitalisation (CAPIMED – contrat loi Madelin voir *infra*),
- les conjoints collaborateurs sont couverts par deux régimes obligatoires depuis le 1er juillet 2007 (régime de base et régime complémentaire vieillesse), une prévoyance obligatoire et un régime de retraite facultatif. Ces régimes sont inclus dans ceux des médecins mais s'en distinguent par des paramètres différents.

1.1.1. La CARMF gère administrativement le régime de base pour le compte de la CNAVPL

[27] La réforme du régime de base des professions libérales est intervenue à la suite de la loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, avec effet au 1er janvier 2004. Cette réforme avait pour objectif de mettre en place un régime unique, donnant pour un même niveau de revenu et à cotisations égales des droits égaux, quelle que soit la section professionnelle.

[28] La CNAVPL comprend 10 sections et assure la gestion du régime de base et de ses réserves (article L. 641-2 du code de la sécurité sociale-CSS). Les sections professionnelles recouvrent les cotisations et transfèrent leur produit à la CNAVPL. Cette dernière verse ensuite aux sections le montant des sommes nécessaires à la gestion administrative, à l'action sociale et au service des allocations.

1.1.2. La caisse couvre le risque invalidité décès

[29] Le décret n°2011-699 du 20 juin 2011 introduit trois classes forfaitaires de cotisations et de prestations pour les risques invalidité temporaire et invalidité définitive. Il détermine également les conditions d'affiliation et de cotisations obligatoires dans le régime des conjoints collaborateurs ou de leur conjoint professionnel libéral.

[30] Ce régime n'a pas été audité par la mission.

1.1.3. Le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves

[31] Ce régime de retraite est un régime par points, dont la valeur de service est déterminée chaque année par le conseil d'administration[1].

[1] Article 26 des statuts du régime complémentaire d'assurance vieillesse.

[32] Est affilié obligatoirement au régime complémentaire d'assurance vieillesse dans les conditions prévues par le décret n° 49-579 du 22 avril 1949 modifié, tout médecin assujetti au régime de base, en exécution de la loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

[33] Pour liquider ses droits à retraite complémentaire, l'affilié doit :

- être âgé de 65 ans ;
- avoir acquitté ou avoir été exonéré de toutes les cotisations exigibles depuis l'affiliation jusqu'à la date de la retraite ;
- cesser l'exercice de la médecine non salariée (le bénéfice de la retraite complémentaire peut toutefois être cumulé avec l'exercice d'une activité libérale à condition que cet exercice procure des revenus nets inférieurs au seuil prévu au deuxième alinéa de l'article L. 643-6 du code de la sécurité sociale) ou que l'intéressé ait liquidé tous ses régimes de retraite.

Réponse de l'organisme : *Dernière phrase : ajouter à la fin « ou que l'intéressé ait liquidé tous ses régimes de retraite ».*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[34] La réforme du régime complémentaire a été entreprise en 1995 après que des projections de long terme ont été établies. Elle avait pour objectif de permettre le maintien, après 2020, du niveau des allocations, grâce à la constitution de réserves. A cette fin, la cotisation est devenue entièrement proportionnelle aux revenus non salariés.

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

[35] La cotisation du régime complémentaire a été appelée en 2011 au même taux qu'en 2010 (9,2 %) conformément à la décision du conseil d'administration.

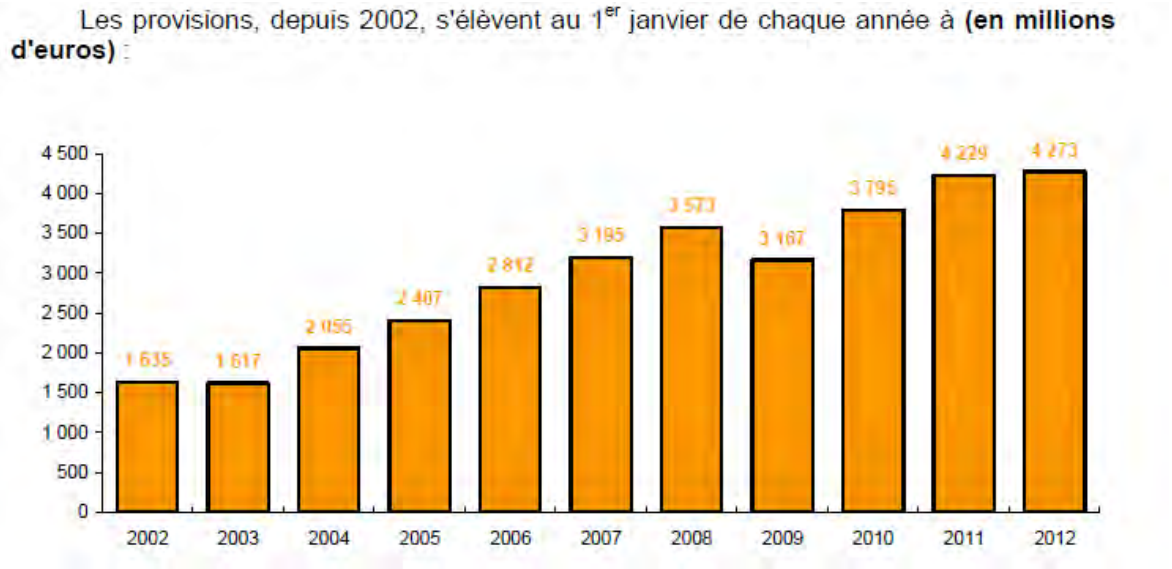
[36] Un relèvement du plafond de l'assiette de calcul, normalement constituée des revenus libéraux, a été opéré, à hauteur de 3,5 fois le plafond annuel de la sécurité sociale en vigueur au 1er janvier de l'année[2].

[37] Fin 2011, le montant des provisions[3] représente environ 6 ans d'allocations.

[2] Décret n° 2010-1253 du 21 octobre 2010.

[3] Le terme « provision » est utilisé de manière impropre par la CARMF (voir encadré).

Schéma 1 : Les réserves du régime complémentaire depuis 2002



Source : CARMF, Rapport du Directeur 2011

[38] Le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves.

Tableau 1 : Répartition des réserves par régime

Régimes	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Invalidité - décès	272,4	282,7	298,6	248,0	281,1	318,2
ASV	463,6	501,0	521,9	479,3	513,9	461,4
RCO	**2 810,3**	**3 195,3**	**3 573,3**	**3 166,9**	**3 794,6**	**4 229,2**
Fonds d'action sociale	57,4	61,6	64,0	68,0	72,5	76,3
TOTAL	3 603,7	4 040,6	4 457,8	3 962,2	4 662,1	5 085,1

Source : IGAS d'après données CARMF, chiffres en M€.

1.1.4. Le régime avantage social vieillesse (ASV), récemment réformé, n'est pas piloté par la CARMF

[39] Ce régime a été institué par le décret n°62-793 du 13 juillet 1962. Il concernait les médecins qui exercent la médecine non salariée sous convention, ainsi que les autres professionnels de la santé (chirurgiens dentistes, auxiliaires médicaux…) et l'affiliation était volontaire. En contrepartie de l'acceptation par les médecins des tarifs d'honoraires conventionnés en secteur 1, les 2/3 de la cotisation du régime ASV sont acquittés par les caisses d'assurance maladie alors qu'elle est intégralement à la charge des médecins conventionnés en secteur 2.

[40] Ce régime a été plusieurs fois réformé. En 1999, une réflexion d'ensemble sur son avenir a été engagée avec les syndicats médicaux, notamment en raison de la dégradation du rapport démographique cotisants / retraités.

[41] Mais c'est finalement en 2011 que le régime a été profondément réformé, à la suite de la loi n° 2005-1579 du 19 décembre 2005, dont le décret d'application n'était pas paru jusqu'alors.

[42] Au terme de cette réforme, le régime, porté par la caisse (CSS, art. L. 645-4), n'est pas piloté par elle : les cotisations sont fixées par décret (CSS, art. L. 645-2 pour la cotisation forfaitaire et L. 645-3 pour la cotisation d'ajustement), de même que les prestations (CSS, art. L. 645-5).

[43] Le décret n°2011-1644 du 25 novembre 2011 prévoit des hausses de cotisations, assises sur les ~~honoraires~~ revenus conventionnés, et des baisses de pensions, qui sont entrées en vigueur au 1er janvier 2012. Elles seraient toutefois insuffisantes, d'après la caisse, pour assurer l'équilibre financier du régime au-delà des années 2020. Une clause de rendez-vous a été fixée à 2015.

Réponse de l'organisme : *Les cotisations sont assises sur les revenus (et non les honoraires) conventionnels.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[44] La solution retenue par les pouvoirs publics a fait l'objet de nombreux et vifs débats au conseil d'administration de la CARMF, comme en témoignent les comptes-rendus mis à la disposition de la mission.

1.1.5. Le régime de préretraite s'éteindra fin 2012

[45] Cette allocation de remplacement de revenu était une préretraite avant 65 ans. Le régime a été réformé en 1996 et fermé en 2003. Les derniers bénéficiaires sont au nombre de 130 en 2011 et de 30 en 2012.

[46] Ce dispositif[4] de cessation anticipée d'activité dit « MICA », est géré techniquement par la CARMF. La CNAMTS en porte le risque financier au travers d'un fonds (FORMMEL, puis FAC)[5].

Réponse de l'organisme : *Ajouter après FORMMEL : «, puis FAC ».*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée afin de tenir compte de la réponse de la caisse.*

[47] Ce régime n'a pas été audité par la mission.

1.1.6. La caisse gère un régime « Madelin » par capitalisation

[48] L'article L. 644-1 du code de la sécurité sociale dispose que *« des régimes complémentaires facultatifs peuvent être établis à la demande du conseil d'administration de la caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales dans les conditions fixées par le code de la mutualité »*. L'arrêté du 15 décembre 1994 (JO du 6 janvier 1995) approuve *« les dispositions du règlement relatif au régime complémentaire facultatif d'assurance vieillesse des médecins dit CAPIMED géré par la caisse autonome de retraite des médecins français »*.

[4] Loi n°88-16 du 5 janvier 1988.
[5] Ordonnance n° 96-345 du 24 avril 1996.

[49] Ce régime, destiné aux médecins cotisants et aux allocataires[6] (article 2 du règlement), est géré par points en capitalisation (article 1er du règlement). Il permet à l'adhérent de bénéficier de la défiscalisation prévue à l'article 24 de la loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle[7] (loi dite Madelin).Le régime juridique applicable à CAPIMED est en théorie celui du code de la mutualité. En pratique, les dispositions du code de la mutualité sont assez librement interprétées par la CARMF et par le commissaire aux comptes qui certifie les comptes du régime[8]. Ainsi, les comptes annuels certifiés ne sont pas établis conformément au plan comptable applicable aux mutuelles en application du règlement n° 2002-06 du 12 décembre 2002 du comité de la réglementation comptable. À titre d'exemple, le tableau des engagements reçus et donnés n'est pas fourni, pas plus que l'état récapitulatif des placements qui pourtant « *figure obligatoirement dans l'annexe* » ; l'état détaillé des placements n'est pas ventilé selon les modalités de comptabilisation des actifs financiers idoine[9], etc...

[50] Au 31 décembre 2011, CAPIMED gérait les droits de 3 223 assurés (2 556 assurés en phase de constitution de rente et 667 rentiers). Les moyens de communication institutionnelle de la caisse (« lettre CARMF » ou site internet par exemple) peuvent être mis à contribution afin de recruter des assurés, comme le montre l'encart à caractère publicitaire suivant issu d'une lettre CARMF destinée aux affiliés de la caisse :

Retraite CAPIMED
(loi Madelin)

6 bonnes raisons de choisir CAPIMED
pour créer votre rente à votre rythme !

> Optez pour une gestion financière sans risque,
> Profitez d'une déductibilité fiscale attrayante,
> Bénéficiez d'un rendement performant et régulier,
> Choisissez vous-mêmes vos cotisations,
> Constituez votre rente à des frais très réduits,
> Réglez vos cotisations par prélèvements mensuels (demande à effectuer avant le 15 avril).

Je souhaite recevoir, sans engagement de ma part, le dossier d'adhésion au régime CAPIMED (contrat Loi Madelin).
(réservé aux médecins en exercice et aux conjoints collaborateurs en activité âgés de moins de 70 ans)

Nom
Prénom
Adresse
Code postal Ville
Numéro de cotisant CARMF
Date de naissance
jour mois année

Lettre CARMF - n°32 - JUIN 2010 6

Source : Lettre CARMF n°32 (juin 2010).

[51] Les placements s'élevaient à 259,2 M€ venant en représentation de 241,8 M€ de provisions techniques. Les fonds propres du régime (selon la terminologie retenue par la caisse et certifiée par le commissaire aux comptes) s'établissaient à 20,5 M€. La collecte s'est établie en 2011 à 17,1 M€.

---

[6] La notion d'allocataire n'est pas définie dans le règlement du régime CAPIMED.

[7] Cette loi modifie l'article 154 bis du code général des impôts dans le sens de la déduction du bénéfice imposable des professions non commerciales les « *cotisations aux régimes facultatifs mis en place dans les conditions fixées par les articles L. 635-1 et L. 644-1 du code de la sécurité sociale par les organismes visés aux 1°, 2° et 3° de l'article L. 621-3 et aux articles L. 644-1 et L. 723-1 du code de la sécurité sociale pour les mêmes risques et gérés dans les mêmes conditions, dans une section spécifique au sein de l'organisme* ». Cet article semble faire référence aux sections professionnelles de la CNAVPL.

[8] Il résulte au demeurant des dispositions combinées des articles L. 114-38 et D. 114-10 du code de la mutualité qu'un commissaire aux comptes suppléant devrait également être désigné.

[9] C. mut., art. R. 212-52 pour les titres amortissables et C. mut, art. R. 212-53 pour les titres non amortissables.

[52] Ce régime n'a pas fait l'objet d'un audit spécifique de la mission.

1.2. Le rapport cotisants-allocataires se détériore lentement

1.2.1. La démographie médicale est largement déterminée par le numerus clausus

[53] Au 31 décembre 2011, les médecins cotisants constituent un effectif de 126 329 personnes et les conjoints collaborateurs représentent 2 081 personnes.

[54] Les médecins retraités sont au nombre de 44 188, parmi lesquels 5 940 cumulent retraite et activité libérale.

[55] L'année 2011 a confirmé la tendance observée depuis quelques années de hausse progressive du nombre d'allocataires, l'effectif des cotisants devant sa stabilité à l'apport des médecins en cumul retraite/activité libérale, sans lequel il diminuerait de 1,2 %.

1.2.2. Le résultat technique demeure pour l'heure excédentaire

[56] Le résultat technique de l'exercice 2011 reste largement excédentaire dans le régime complémentaire, mais déficitaire dans l'ASV à hauteur de 93,3 M€.

Tableau 2 : Compte de résultat synthétique (en k€)

k€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cotisations	1 251 139	1 280 964	1 311 264	1 380 606	1 393 545	1 437 175
Prestations – droits propres	778 048	827 254	886 053	960 687	1 035 306	1 124 984
Prestations – droits dérivés	224 283	231 785	239 309	247 051	252 879	259 207
Résultat technique	248 808	221 925	185 902	172 868	105 360	52 984
dont ASV	*25 196*	*16 771*	*7 117*	*-29 786*	*-68 950*	*-93 345*
Résultat financier	207 287	215 834	-673 611	521 379	336 429	-92 745
Taux de rendement comptable[10]	6,16 %	5,65 %	-15,85 %	12,38 %	7,80 %	-1,90 %
Autres produits	6 658	5 610	5 057	7 638	7 710	9 810
Autres charges	30 155	28 472	25 829	29 659	35 269	36 170
Résultat total avant affectation	432 598	414 897	-508 481	672 226	414 230	-66 121

[10] Le taux de rendement comptable est le quotient des produits financiers par le niveau moyen des réserves.

Source : IGAS d'après données CARMF (champs : RCO+ASV+invalidité-décès)

[57] En 2011, la CARMF a reçu 1 437 M€ de cotisations (+3,1 %) et a versé 1 384 M€ de prestations (+7,5 %).

[58] Les résultats financiers connaissent de fortes variations sur la période, largement influencés par la conjoncture des marchés financiers. En 2008, la caisse a perdu, en ordre de grandeur, l'équivalent de sept mois de prestations.

[59] Au 1er janvier 2012, après affectation du résultat, ces réserves représentent 5 022 M€ et se répartissent de la manière suivante :

- régime complémentaire : 4 273 M€ ;
- ASV : 361 M€ ;
- invalidité-décès : 309 M€.

1.3. La gouvernance de la caisse suit le modèle classique d'une direction contrôlée par un conseil d'administration

[60] La caisse est organisée selon le modèle des sections professionnelles de la CNAVPL : un conseil d'administration règle les affaires de l'organisme (CSS, art. R. 641-2), et nomme et met fin aux fonctions des directeur et agent comptable (CSS, art. R. 641-4).

Réponse de l'organisme : *Le Conseil d'Administration ne contrôle pas le Directeur, mais définit les orientations et prend les décisions importantes, mises en œuvre par le Directeur.*

Observation de la mission : *L'article R. 641-5 du code de la sécurité sociale dispose : « Le directeur assure le fonctionnement de la section ou du groupe de sections* ***suivant les directives et sous le contrôle du ou des conseils d'administration*** *».*
Cette réponse est l'indice d'un dysfonctionnement manifeste du conseil d'administration susceptible de justifier l'intervention de la tutelle.

1.3.1. Le conseil d'administration est majoritairement élu par les affiliés

[61] L'assemblée générale regroupe les délégués (au nombre de 475), qui élisent les administrateurs.

[62] Ce conseil d'administration est composé de 28 administrateurs titulaires, parmi lesquels 23 sont élus. Il est renouvelé par moitié tous les trois ans. Le président, administrateur coopté, est en fonction depuis 1997 et vient d'être renouvelé par le conseil d'administration installé le 8 septembre 2012.

Réponse de l'organisme : *Tableau 3 : ajouter le nombre 1 pour les bénéficiaires du régime invalidité-décès.*

Observation de la mission : *Dont acte. Le tableau sera complété.*

Tableau 3 : Composition du conseil d'administration

Administrateurs	Nombre
Elus parmi les délégués départementaux	23
dont collège des cotisants	*19*
dont collège des retraités	*2*
dont collège des conjoints survivants retraités	*1*
dont Bénéficiaires du régime invalidité-décès	*1*
Présentés par le conseil national de l'ordre des médecins et agréés par les administrateurs élus	2
Cooptés par le conseil d'administration	3

Source : CARMF

[63] Il existe également un bureau composé de 8 membres, émanation du conseil d'administration.

[64] La caisse dispose également de

- 2 commissions réglementaires :
- la commission de recours amiable (4 titulaires – 4 suppléants),
- la commission des marchés (5 titulaires – 5 suppléants) : en 2011, 12 marchés ont été attribués pour un montant estimatif de 5,4 M€ HT.
- 4 commissions statutaires :
- commission des placements (au moins 3 administrateurs mais ils sont en pratique une quinzaine). Elle possède un comité restreint qui prend les décisions urgentes. Elle détermine l'allocation tactique des actifs,
- commission du fonds d'action sociale,
- commission de contrôle (3 titulaires et 3 suppléants) comptable,
- commissions médicales (contrôle de l'incapacité temporaire d'exercice, de reconnaissance de l'invalidité définitive, d'examen des demandes de reconnaissance de l'inaptitude).

[65] Comme le précise l'article 13 du règlement financier, trois instances sont particulièrement impliquées dans la gestion financière :

- le conseil d'administration, qui *« adopte l'allocation stratégique d'actifs, les orientations annuelles de la politique de placement et décide des placements de la caisse »* ;
- la commission des placements, qui se réunit dans les faits avant chaque conseil d'administration, soit quatre à cinq fois pas an, et qui *« détermine l'allocation tactique d'actifs et choisit les investissements en valeurs mobilières de la caisse »* ;
- il existe aussi un comité restreint de placement *« composé du Président et d'administrateurs désignés par le Conseil d'administration [qui] peut être consulté par le Directeur en cas d'urgence »*.

Réponse de l'organisme : *« La Commission de Placements, qui se réunit … soit quatre à cinq fois par an ; ».*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[66] C'est le *« directeur assisté des services concernés de la caisse qui propose aux organes délibérants les allocations stratégique et tactique d'actifs, les orientations annuelles de la politique de placement, et les choix d'investissements. Il est chargé de l'exécution des décisions des organes délibérants. Il peut recevoir délégation du conseil d'administration pour certaines opérations de placement ».*

[67] La commission des placements devrait d'après l'article 13 du règlement financier se réunir tous les mois et il conviendrait donc de mettre à jour le règlement financier pour mettre en accord la théorie et la pratique.

Recommandation n°1 : Le règlement financier doit être mis à jour pour prendre en compte les évolutions de la gouvernance décidées par les conseils d'administration successifs.

1.3.2. Les services de la caisse sont dirigés par un directeur qui s'appuie sur 6 personnes pour gérer des placements mobiliers à hauteur de 4,3 Mds€ en valeur de réalisation et 6 personnes pour des placements immobiliers à hauteur de 790 M€

[68] L'effectif total de la caisse au 31 décembre 2011 est de 237,44 équivalents temps plein.

[69] Le personnel a un statut de droit privé. La caisse dispose d'un accord d'entreprise mais n'est rattachée à aucune convention collective.

[70] Elle est organisée en 3 divisions techniques :

- cotisants : service affiliation, service recouvrement contentieux, juridique, commission de recours amiable ;
- allocataires : liquidation des retraites ;
- prestations de la prévoyance et pensions de réversion.

[71] La gestion du patrimoine immobilier de la caisse est confiée à un service immobilier comprenant, 6 personnes, dont sa responsable recrutée en 2011.

[72] La gestion des placements mobiliers est directement rattachée à la direction. La caisse dispose de 2 analystes financiers spécialisés sur les taux et 2 sur les actions. Ils sont épaulés par un *middle office* de 2 personnes. Le turn-over sur ces postes est faible :

- au service des actions, la gérante travaille depuis 25 ans pour la CARMF et était auparavant analyste financier pour une banque d'affaires. Son adjoint, présent depuis 2000, est titulaire d'un DESS « banque / finance » et a travaillé auparavant dans le contrôle interne financier. Au 31 décembre 2011, ils gèrent en direct 49 lignes pour un montant total de 389,1 M€ (en valeur de réalisation). Ils sont également en charge des relations avec les gestionnaires de fonds actions ;

- au service taux, le gérant travaille à la CARMF depuis 17 ans, après avoir débuté en gestion de patrimoine puis d'OPCVM. Son adjoint depuis 2005 est entré à la CARMF en 1998 dans le domaine de l'expertise comptable, avant de bénéficier de plusieurs formations et promotions internes. Ils gèrent en direct les obligations convertibles pour un montant de 44,5 M€ (en valeur de réalisation). Ils sont également en charge des relations avec les gestionnaires de fonds taux.

[73] La caisse ne dispose cependant pas des compétences humaines ni techniques (notamment informatiques) permettant d'évaluer les produits complexes au moyen d'une analyse quantitative (voir *infra*).

Réponse de l'organisme : *La Caisse dispose des compétences nécessaires permettant d'évaluer les produits complexes, mais cela n'est pas nécessaire dès lors qu'elle intervient sur des marchés réglementés faisant l'objet soit d'une cotation officielle (bourses de valeurs), soit de transactions de gré à gré auprès de plusieurs intervenants, avec fourchette de prix d'achat et de vente pouvant faire l'objet d'une mise en concurrence, soit pour les produits complexes, d'une évaluation par un tiers indépendant du gérant.*

Observation de la mission : *La mission démontre que la caisse n'a pas les compétences nécessaires par exemple à l'évaluation de stratégies de « spread put » sous [219 et suivants].*
Les marchés indiqués par la caisse, parce qu'ils ne sont guère liquides et offrent souvent des fourchettes de prix larges, voire très larges (100 points de base pour les obligations structurées détenues par la caisse, et seulement dans des conditions normales de marché), ne permettent pas de valoriser les instruments sur lesquels ils sont échangés.
La mission s'étonne du fait que la caisse se prévale de valorisations extérieures qu'elle n'a pas pu produire lorsque la mission les lui a demandées (notamment s'agissant de la double valorisation des obligations structurées). Par ailleurs, ce type de prestation aurait dû faire l'objet de la passation d'un marché public dont la mission n'a pas trouvé trace (voir notamment les constats de la mission sous [209]).

1.3.3. La caisse est pour l'essentiel soumise aux dispositions des articles de R 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale en matière financière

[74] Les instruments admissibles en représentation des réserves de risque doivent appartenir aux catégories réglementaires figurant aux articles R. 623-3 du code de la sécurité sociale et rappelées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 4 : Catégories réglementaires

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

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

[75] Par ailleurs, l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale précise les limites suivantes : *« l'ensemble des actifs détenus par chaque organisme au titre des réserves des risques gérés doit respecter les limites suivantes :*

- *34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que pour les actifs du 5° de ce même article dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de ces mêmes valeurs ;*
- *5 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés au 6° de l'article R. 623-3 ;*
- *20 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3 ;*
- *10 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 11° et 12° de l'article R. 623-3.*

[76] *Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des organismes :*

- *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.*

[77] *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° de l'article R. 623-3. »*

[78] La caisse est, en outre, soumise aux dispositions de droit commun du code monétaire et financier.

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF

2.1. Les flux techniques sont régulièrement suivis

[79] Le régime complémentaire a été réformé en 1995, en raison de ses perspectives démographiques. Après analyse des études actuarielles, le conseil d'administration a alors voté la constitution de réserves, dont les excédents devaient permettre limiter l'augmentation de la cotisation à partir de 2020.

[80] Depuis 1996, ~~un tiers~~ une part de la cotisation est mise en réserve. D'un tiers en 1996, cette part s'élevait à 16% en 2011.

Réponse de l'organisme : *Depuis 1996, **une part** de la cotisation est mise en réserve, 1/3 en 1996, part allant en s'amenuisant en raison de la démographie. Elle était de 16 % en 2011.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en ce sens.*

[81] La direction insiste sur le fait que la caisse pratique une gestion liant l'actif au passif. De fait, la caisse dispose de compétences en interne au sein d'une cellule « statistiques et études actuarielles » pour réaliser des études et des projections : les équipes comptent ainsi une démographe depuis 1985 et le directeur dispose de compétences actuarielles. La caisse reproduit ces travaux tous les ans.

Réponse de l'organisme : *Préciser, le Directeur est actuaire (au lieu de « dispose de compétences actuarielles »).*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas la portée de la réponse de la caisse. La rédaction, qui est maintenue, ne cherchait en rien à minimiser les compétences du directeur, qui sont d'ailleurs attestées par son appartenance à l'Institut des actuaires.*

[82] D'un point de vue technique, les entrées sont estimées à partir du numerus clausus de la profession, complétées par des études ponctuelles simulant l'installation de médecins étrangers. Les sorties peuvent être causées par décès, mais aussi, pour les actifs, par cessation de l'activité libérale (prise en compte par un taux de chute global constant à tout âge de 20 % du numerus clausus) ou entrée en invalidité. La caisse cale la mortalité prévue sur la mortalité constatée (tables d'expérience sans certification d'un actuaire indépendant). Ces tables sont plus prudentes que celles de la population générale. Les taux de réversion ainsi que la différence d'âge entre tête principale et réversataire sont également calées sur des données historiques : la caisse suppose ainsi qu'un couple dont la tête principale est un homme a une tête secondaire de ~~7~~ 6 ans plus jeune alors que cet écart tombe à 2 ans lorsque la tête principale est une femme.

Réponse de l'organisme : *Dernière phrase : Un homme a une tête secondaire de 6 ans plus jeune (au lieu de 7 ans).*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[83] Les médecins sont ensuite supposés voir leur nombre de points acquis augmenter de 1,2 % par an, et une hypothèse de revalorisation de la valeur du point est appliquée, ce qui permet, en faisant vieillir le portefeuille d'assurés, d'obtenir des projections de flux techniques.

[84] Les études sur le régime ASV sont de même nature[11].

[85] Les études menées par la caisse sont fournies annuellement à la CNAVPL dans le cadre de la certification de ses comptes ou de ses relations avec le Conseil d'orientation des retraites (COR) dans une optique prospective.

2.2. La politique de placements se limite à un règlement financier vague

[86] Le règlement financier de la CARMF, ~~dont la dernière version est~~ entrée en vigueur au 1er janvier 2004, présente quatre chapitres qui devraient définir sa politique de placement :

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

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier, qui est entré en vigueur, conformément au décret 2002-1314 du 25 octobre 2002, au 1er janvier 2004 au lieu de « dont la dernière version est entrée en vigueur ».*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[87] Il apparaît toutefois que le contenu de ces chapitres, généralement trop vague ou dans un champ trop restreint, ne permet pas de définir la politique de placements de la caisse.

Réponse de l'organisme : *L'objet du règlement financier n'est pas de définir la politique de placements de la Caisse, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623- 10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.*

[11] En théorie, le montant de la cotisation forfaitaire annuelle est le même (4 140 € en 2011) quel que soit le secteur dont relève le médecin. La différence réside dans le fait que cette cotisation est intégralement à la charge du médecin en secteur 2 alors qu'elle est prise en charge à hauteur des 2/3 par l'assurance maladie pour le médecin en secteur 1.

Observation de la mission : *L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale détaille le contenu minimal du règlement financier. La mission estime que la définition de la politique de placement aurait pu être précisée dans le règlement financier sans contrevenir en rien à l'article R. 623-10-3 précité.*
La rédaction est maintenue.

2.2.1. Les objectifs et le cadre de la politique de placement sont globalement définis

[88] L'objectif de la constitution de réserves n'est pas mentionné dans le règlement financier. Leur origine remonte à une décision du conseil d'administration du 22 avril 1995, non reprise dans le règlement financier qui prévoit « *une augmentation progressive [du taux de cotisation] étalée sur 10 ans pour atteindre 14 % en 2005, sans attribution de points supplémentaires. Cette augmentation permettra de constituer des provisions mobilisables pour répondre aux difficultés démographiques dans 20 ans* ».

[89] S'il ne définit pas explicitement la doctrine de constitution et de reprise des réserves, le règlement financier intègre cependant la nécessité de répondre aux « *contraintes de flux financiers* » et d'intégrer « *la politique de ressources et de charges arrêtée par la caisse* » (article premier). Pour ce faire, la caisse doit effectuer des projections financières permettant de déterminer « *un échéancier, année par année, de ses flux financiers dans le but de piloter sa politique de ressources et de charges* » (article 5). Ces travaux « *font périodiquement l'objet d'une synthèse, transmise au Conseil d'Administration de la caisse par le Directeur* » (article 14).

[90] Le règlement financier mentionne, dans les principes qu'il définit, la sécurité des placements et le rendement attendu :

- « *les modalités de gestion de la caisse en matière de **sécurité** et de **rendement** des placements sont adaptés à sa situation et à ses objectifs* » (article premier) ;
- « *la caisse adopte une politique de placement qui intègre les notions de **rendement**, de **risques** et de **prudence*** » (article 4) ;
- la CARMF « *estime, par une analyse des marchés financiers, les perspectives de **risque** et de **rendement** des différentes classes d'actifs* » (article 6) ;
- la caisse s'assure de « *la gestion de ses actifs la plus **sûre** et la plus efficace possible* » (article 8) ;
- « *la caisse place ses actifs de manière diversifiée dans un objectif de **sécurité**, de **qualité** et de **rentabilité** du portefeuille […]. La caisse exerce une surveillance des **risques** financiers* » (article 9) ;
- « *la caisse détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de **performance** et de **risques*** » (article 10).
- « *la caisse recherche les meilleures conditions en termes de **sécurité**, de prestations et de coûts en matière de conservation de ses actifs* » (article 11) ;
- « *les services financiers de la caisse établissent pour chaque réunion de la Commission des placements un compte-rendu […] de la situation du portefeuille faisant l'objet d'une gestion directe, notamment en termes de caractéristiques des ordres exécutés, de **performances**, de **ratios de risques** et de ventilation des actifs* » (article 17) ;
- « *le Directeur de la caisse soumet à la Commission des placements des propositions en matière de sélection d'OPCVM et de sociétés de gestion répondant aux contraintes de gestion en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de **performances** et de **risques*** » (article 18).

[91] Ces extraits permettent de souligner que le risque est, théoriquement, au cœur de la politique de placement de la CARMF.

2.2.2. Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées

[92] Le règlement financier ne précise ni l'univers de placement sur lequel la caisse souhaite intervenir, ni les options de gestion retenues, ni les modalités d'organisation de la gestion financière.

Réponse de l'organisme : *L'objet du règlement financier n'est pas de définir l'allocation stratégique, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623-10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas la réponse de la mission : dans le paragraphe concerné, il n'est nullement fait mention de l'allocation stratégique.*
La rédaction est maintenue.

2.2.2.1. L'univers de placement n'est pas précisé

[93] Le règlement financier n'exclut *a priori* aucune classe d'actifs ni type d'actifs autorisés par la réglementation. Il est ainsi possible à la caisse d'intervenir sur des instruments financiers ne faisant « *pas l'objet d'une unicité de cotation ou présent [ant] une faible liquidité* » (article 17.1).

Réponse de l'organisme : *Le même article précise que « Avant les transmissions d'un ordre, les personnes habilitées vérifient la cohérence des cours de l'investissement financier traité ».*

Observation de la mission : *La caisse ne conteste en rien le constat de la mission.*

2.2.2.2. La gestion peut être aussi bien interne qu'externe

[94] L'article 9 du règlement financier impose que les placements de la caisse soient au moins pour partie gérés de manière directe. Elle doit alors, entre autres obligations posées par l'article 9, « *exercer une surveillance des risques financiers, notamment en matière de qualité de crédit des émetteurs* », ce qui indique que la gestion directe devrait présenter un caractère obligataire marqué, la qualité de crédit des émetteurs étant peu pertinente dans le cadre de la gestion « actions ». Dans les faits, la gestion directe actions porte sur plusieurs centaines de millions d'euros alors que la gestion directe obligataire ne concerne que 45 M€ environ.

Réponse de l'organisme : *Le 1er alinéa de cet article précise que « La Caisse détermine les classes d'actifs ou plus spécifiquement les actifs qui font l'objet d'une gestion directe ».*
Ce choix n'est pas imposé et peut concerner aussi bien les actions que les obligations.

Observation de la mission : *L'interprétation qu'a la caisse de l'article 9 conduit à une situation absurde, dans laquelle la caisse pourrait ne détenir que des actions (1er alinéa) tout en en surveillant le risque de crédit (dernier alinéa). La mission maintient sa rédaction.*

[95] La caisse peut confier certains actifs en gestion déléguée (article 10) :

- au travers d'OPCVM ouverts (à un large public d'investisseurs) ;
- au travers de fonds dédiés (voir *infra*).

[96] Au final, le règlement financier permet trois types de gestion :

- directe ;
- au travers d'OPCVM ouverts ;

- au travers d'OPCVM dédiés.

2.2.3. Les OPCVM dédiés permettent de s'affranchir de la réglementation applicable directement à la caisse

[97] Le règlement financier encadre formellement les OPCVM dédiés de la caisse, en précisant les contraintes imposées au gérant en matière :

- d'univers d'investissement ;
- d'objectifs de performance ;
- d'objectifs de risque ;
- de comptes rendus de gestion.

[98] Une convention de gestion, comportant obligatoirement des clauses précisant la durée et les conditions de dénonciation de celle-ci, ainsi que les frais supportés par le fonds, doit être passée avec le gérant.

[99] Il n'est pas précisé dans le règlement financier que la caisse s'interdit d'investir au travers de FCP dans des actifs qu'elle n'aurait pas le droit de détenir directement. Donc les OPCVM détenus par la caisse pourraient :

- détenir des instruments financiers ne figurant pas sur la liste de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et dont la détention directe est interdite à la caisse ;
- détenir des instruments financiers autorisés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais dans des proportions excédant les limites imposées par l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale.

Réponse de l'organisme : *La Mission reproche à la Caisse de détenir « en termes d'OPCVM, une forte proposition d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct ». La règlementation l'autorise en effet, et à juste titre : comme il a déjà été indiqué, la détention d'OPCVM, limite considérablement le risque par rapport à une gestion directe, ce qui devrait conforter la Mission dans ses préoccupations de maîtrise du risque. La Caisse ne gère en direct que les produits qu'elle peut totalement maîtriser (essentiellement les actions de grandes entreprises de la zone euro), les diversifications de classes d'actifs et géographiques étant assurées par les OPCVM qui présentent des garanties importantes ; conservation des titres et respect des règles de l'OPCVM assurés par des entités indépendantes des gérants, Commissaire aux Comptes, …, le rôle de la Caisse n'étant pas de se substituer à ces intervenants mais de surveiller l'efficacité de la gestion.*

Observation de la mission : *La caisse gère en direct des obligations convertibles qu'elle n'est pas en mesure de valoriser.*
Par ailleurs, les garanties « importantes » avancées par la caisse ne sont pas consubstantielles des OPCVM : la conservation des titres détenus en direct bénéficie en théorie des mêmes garanties et, s'il apparaît qu'il y a une diminution du risque du fait de la détention au travers d'OPCVM, cela n'est dû qu'à la faiblesse du contrôle interne de la caisse et à l'absence de certification des comptes par un commissaire aux comptes.
Au total, les garanties apportées par les OPCVM apparaissent essentiellement formelles.

[100] Cela aurait pour effet de priver totalement d'efficacité la réglementation, tant du point de vue des règles d'admissibilité que de dispersion. L'examen des placements de la CARMF démontre que tel est le cas.

Réponse de l'organisme : *La réglementation fait d'une manière précise, la distinction entre titres détenus en direct et OPCVM, avec des différences entre OPCVM obligataires (5° de l'article R 623-3), FCPR (6° de l'article R 623-3) et autres OPCVM (8° du R 623-3), ces derniers pouvant concerner toutes les catégories d'actifs.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc l'analyse de la mission selon laquelle l'investissement en OPCVM prive d'efficacité la réglementation.*

Recommandation n°2 : Le règlement financier devrait être précisé pour encadrer la gestion opérationnelle des placements.

2.2.4. Le règlement financier prévoit des mécanismes de contrôle

2.2.4.1. La caisse doit s'assurer de la compétence de l'ensemble des intervenants

[101] L'article 2 du règlement financier prévoit que « *la caisse […] s'assure de la compétence des organes internes et externes* ». La référence à des organes externes, au demeurant assez énigmatique, permet d'écarter l'acception juridique du mot « compétence » au profit de son sens technique.

[102] La caisse doit par conséquent s'assurer de la compétence de l'ensemble de ses organes, notamment délibératifs, dont les membres devraient être formés (voir *infra*).

2.2.4.2. Le règlement financier impose un contrôle strict de l'activité financière de la caisse, mais celle-ci n'est pas encore dans le champ du contrôle interne

[103] De nombreuses dispositions du règlement financier imposent un contrôle de conformité : « *[les modalités de gestion de la caisse en matière de sécurité et de rendement des placements] sont conformes aux dispositions prévues dans le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002* » (article premier), « l*a caisse met en place les moyens et les procédures permettant […] de s'assurer du respect de la réglementation* » (article 3), la caisse détermine la pondération de chaque classe d'actifs « *en fonction […] du cadre réglementaire* » (article 6), elle gère ses placements « *dans le respect de la réglementation en vigueur* » (articles 8 et 9), « *la caisse détermine les procédures de contrôles relatives […] à la satisfaction des contraintes réglementaires* » (article 12).

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

Réponse de l'organisme : *L'agent comptable exerce également un contrôle « a priori » sur les ordres d'achat et de vente qu'il contresigne.*

Observation de la mission : *Vu.*

[105] De manière plus générale, le règlement financier pose le principe d'un contrôle interne : « *la caisse […] prévoit une organisation permettant d'obtenir la transparence et la sécurité de son fonctionnement* » (article 2) et « *met en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités* » (article 3).

[106] Un poste de contrôleur interne a été créé à la CARMF en septembre 2011 et le programme de travail établi par la direction a exclu dans un premier temps les placements financiers du champ du contrôle : le contrôle interne ne porte donc pour l'heure que sur les directions métier. Les travaux du contrôleur interne sont complétés par l'intervention annuelle des auditeurs de la CNAVPL sur une partie de la gestion métier et du régime de base.

Réponse de l'organisme : *Effectivement les priorités données au récent contrôleur interne se portent sur les activités métiers (cotisations, pensions); il abordera les gestions financières et administratives dans un second temps; mais il existe un système de contrôle interne au Service Gestion de Portefeuille (SGP) et entre ce service et l'Agence comptable : manuel de procédures au S.G.P., séparation des tâches entre ordonnateurs et payeur, suivi et contrôle du respect des opérations avec les programmes décidés en commission ou en Conseil d'Administration, détails et synthèse des opérations réalisées trimestriellement, validés par l'Agence comptable et présentés à chaque commission de placements aux administrateurs.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc le constat de la mission.*

[107] Il a été prévu que le contrôle interne se déploie sur les autres activités de la caisse, dont les placements, sans qu'un calendrier ait été arrêté à ce stade.

Recommandation n°3 : Étendre, à brève échéance, le périmètre du contrôle interne à la politique des placements.

2.2.4.3. Les règles de déontologie sont peu contraignantes

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

- l'intégralité des administrateurs ;
- les salariés connaissant de la gestion mobilière ou immobilière de la caisse, à l'exclusion par exemple des personnes intervenant comme stagiaire ou consultant.

[109] Le conseil d'administration lors de sa réunion du 24 janvier 2004, a défini les personnes suivantes en tant que « personnes sensibles » : les administrateurs titulaires, le directeur et ses adjoints, l'agent comptable et ses adjoints, le responsable de l'immobilier et son adjoint, les responsables et assistants de gestion du service gestion de portefeuille[12].

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

- « *relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers collaborant directement ou indirectement avec la caisse* » ;
- « *existence […] d'un mandat d'administrateur dans une entité collaborant directement ou indirectement avec la caisse* » ;
- « *existence du bénéfice […] éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse* ».

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

[12] Extrait du CA du 09/09/09

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

Réponse de l'organisme : *Les administrateurs et les gestionnaires financiers ne doivent pas être considérés comme des fraudeurs en puissance et aucun code de déontologie, si détaillé soit-il, ne met à l'abri de fraudes, qui relèvent d'ailleurs de sanctions pénales.*

Observation de la mission : *Les règles déontologiques n'ont pas pour objet de réprimer les attitudes frauduleuses (susceptibles de sanctions pénales), mais déontologiquement condamnables, ce qui est une notion plus large, plus mouvante dans le temps, et dont l'inobservation n'entraîne a priori pas de sanctions pénales.*

Réponse de l'organisme : *Le signalement de faits suspicieux ou déontologiquement condamnables (commis par d'autres personnes) apporte une garantie supplémentaire.*

Observation de la mission : *La mission montre très précisément en quoi les règles déontologiques actuelles sont insuffisantes.*

Réponse de l'organisme : *La Caisse étant un investisseur institutionnel n'a accès qu'à des informations non privilégiées diffusées par les bureaux d'analyse en ce qui concerne les valeurs, ou par les sociétés de gestion et les économistes en ce qui concerne les tendances des marchés.*

Observation de la mission : *La caisse dispose d'informations privilégiées sur ses propres positions, et, de manière plus large, sur les marchés qu'elle va passer.*

Réponse de l'organisme : *Le risque de délit d'initié est donc inexistant.*

Observation de la mission : *Ce risque est limité, mais pas inexistant. Au demeurant, la mission ne visait pas des agissements par ailleurs déjà réprimés par le code pénal comme peut l'être le délit d'initié, mais bien des agissements déontologiquement condamnables.*

Réponse de l'organisme : *Quant aux voyages d'études, séminaires et autres colloques, ils ont toujours fait partie des politiques commerciales des entreprises en direction de leurs clients, et ce, dans tous les secteurs d'activité. Ce sont les organisateurs, et non les participants, qui en fixent le programme.*
Dès lors qu'ils sont sans influence sur les choix d'investissements (le risque est absent dans la mesure où toutes les décisions d'investissements sont prises collégialement par la Commission de Placements), les voyages à l'étranger peuvent présenter un intérêt certain, et constituer une source précieuse d'informations sur l'économie ou la situation des marchés. Ils ne coûtent pas un euro à la Caisse et les refuser ne lui apporterait aucune contrepartie financière.

Observation de la mission : ***La mission montre, et la caisse confirme explicitement*** *(sous [15], [61] et [190]),* ***que le contrôle exercé par les organes délibérants sur les services est défaillant****. Il en résulte que le risque pesant sur les choix d'investissements est bel et bien présent.*
La caisse confirme en outre sous [14] que les administrateurs ne sont pas des spécialistes de la gestion financière.
Il est dans ces conditions peu crédible que le directeur et ses services n'aient aucune influence sur le choix des instruments financiers, comme le démontre d'ailleurs le présent rapport.

Réponse de l'organisme : *En ce qui concerne plus particulièrement les remarques figurant dans l'encadré (pourquoi d'ailleurs un encadré ?), les sujets abordés présentent bien un intérêt certain pour l'information financière de la Caisse. Par ailleurs, dans ses commentaires la Mission oublie les temps de transport. Le déplacement en Chine ne comptait qu'une journée à Pékin, comprenant la participation à une manifestation officielle organisée avec l'Ambassade de France (non précisée dans le programme).*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc, en particulier, que le programme de travail laisse une large place aux visites culturelles et repas gastronomiques.*

Encadré : les voyages d'études de la direction

Pour l'année 2011, le Directeur indique avoir réalisé trois voyages d'étude : deux à l'invitation de la société AMUNDI (à Séville et New York) et un à l'invitation de la société EDMOND DE ROTSCHILD ASSET MANAGEMENT (en Chine).
Les programmes de travail fournis à la mission montrent que ces voyages de 3 à 7 jours laissent une large place aux visites culturelles et aux repas gastronomiques.
La mission note par exemple que le voyage d'étude en Chine du 25/11/11 au 01/12/11 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.
Le voyage à Séville comportait une conférence le vendredi 11 juin puis 3 jours de visite libre.
Sur demande de la mission, la direction a indiqué que « *des voyages ont pu être effectués avant 2011, mais la trace n'en n'a pas été conservée* ».

Recommandation n°4 : Le code de déontologie devrait être étendu et en particulier encadrer les cadeaux et invitations de la part des gérants de fonds.

2.2.5. La vision stratégique de la caisse fait défaut

[113] La vision stratégique de la caisse et de ses organes délibérants est fondée sur un unique objectif de rendement. Or, la mission souligne que les placements financiers des caisses ont pour objectif de contribuer au service différé des pensions de retraite complémentaire des affiliés. La stratégie de placement devrait donc faire référence à l'horizon temporel qui caractérise le passif de la caisse. À ce titre, il a plusieurs fois été mentionné oralement que la stratégie de placements devait aujourd'hui être revue pour que la CARMF soit en capacité de prélever dans ses réserves dès 2015. Cela démontre que le sujet de l'adéquation entre actif et passif commence seulement à être pris en compte sans toutefois encore être formalisé. En effet, cette inflexion dans la stratégie de placements ne transparaît pas dans les écrits qui ont été remis à la mission.

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier n'est entré en vigueur, conformément au décret n° 2002-1314 du 24 octobre 2002, qu'au 1er janvier 2004. La Caisse n'a pas attendu le règlement financier pour mettre en œuvre une gestion actif/passif et une allocation stratégique définie dès 1996 et portant sur une période de 40 ans. Cette allocation n'a pas été sensiblement modifiée, dès lors que les projections réalisées annuellement confirmaient son bien-fondé.*

Observation de la mission : *La caisse n'apporte aucun élément étayant la mise en œuvre d'une gestion actif/passif. Elle ne répond pas à l'observation de la mission, qui note que l'allocation stratégique n'a pas été revue depuis 1996 alors que la caisse s'apprête à puiser dans ses réserves dès 2015, c'est-à-dire dans 2 ans.*

Réponse de l'organisme : *Depuis 2004, le rapport annuel sur les orientations générales de la politique de placement rappelle l'allocation stratégique de la Caisse, mais les orientations annuelles ne peuvent être que tactiques.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc la confusion entretenue entre allocations tactique et stratégique, et détaillée par la mission, par exemple sous [148].*

Réponse de l'organisme : *A aucun moment le décret de 2002 ne mentionne les termes « allocation stratégique ou tactique », et encore moins la gestion actif/passif, ces notions ayant été spontanément inscrites dans le règlement financier élaboré par la Caisse.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas la réponse de la caisse : elle ne fait pas ici référence au décret de 2002.*
La rédaction est donc maintenue.

2.2.5.1. La stratégie immobilière a été récemment déstabilisée par l'achat d'un vignoble dans le bordelais

[114] La caisse a commandé en 2002 un audit, aujourd'hui daté, qui a fondé pendant une décennie sa politique immobilière. Bien que formalisée de manière insuffisante (voir *infra*), cette politique pouvait se résumer de la manière suivante, selon la présentation faite à l'automne 2011 aux délégués de la caisse par la personne responsable du service immobilier :

- les immeubles détenus en direct par la caisse sont situés à Paris QCA[13] et répondent à 3 critères : une adresse prestigieuse ; une qualité architecturale du bien ; de l'immobilier de bureau (et des commerces de manière accessoire). Les biens immobiliers situés hors de Paris QCA peuvent également, à titre dérogatoire, être acquis si les trois critères sont remplis. Par ailleurs, les biens immobiliers doivent présenter une bonne qualité technique, c'est-à-dire ne pas devoir faire l'objet de travaux à court ou moyen terme, la caisse ne souhaitant pas s'engager dans les marchés publics requis par les travaux lourds de rénovation ;
- à titre de diversification, une gestion déléguée à travers des sociétés à objet immobilier spécialisées (par exemple sur les surfaces commerciales en Allemagne) ou généralistes, en association (sous forme de « club deal ») avec d'autres investisseurs institutionnels (généralement des organismes assureurs ou d'autres caisses de retraite) ayant des contraintes similaires en termes d'horizon long de détention et de liquidité.

[115] La pondération souhaitée de ces deux poches n'est pas précisée, mais le portefeuille d'immeubles de bureaux détenus en direct est majoritaire dans les faits (voir annexe 2).

[13] Le quartier central des affaires (QCA) de Paris comprend le 8ème arrondissement, le sud du 17ème arrondissement, le nord du 16ème arrondissement et le sud du 9ème arrondissement.

[116] Les éléments ci-dessus décrits auraient pu constituer l'ébauche, certes incomplète et informelle, d'une politique immobilière. Or, l'opération d'achat d'un vignoble (propriété foncière – voir encadré) initiée fin 2011 et conclue début 2012 ne s'inscrit en rien dans cette stratégie.

Réponse de l'organisme : *L'acquisition d'un vignoble, bien qu'en apparence très éloignée, répond aux mêmes critères que l'acquisition d'immeubles parisiens QCA :*
- emplacement,
- qualité,
- bail à long terme.

Observation de la mission : *Les immeubles parisiens QCA ne font que très rarement l'objet de baux ruraux. Ils sont généralement localisés à Paris. Les loyers sont généralement supérieurs à 1% de leur valeur d'acquisition.*

Réponse de l'organisme : *L'acquisition faite par la CARMF présente, en effet, les caractéristiques suivantes :*
- Emplacement exceptionnel dans le vignoble de Saint-Emilion, vignoble d'un seul tenant,
- Classement « grand cru classé » de Saint-Emilion confirmé en 2012. Un autre domaine géré par l'exploitant vient d'obtenir le plus haut classement de Saint-Emilion (1er grand cru classé A),
- Bail de 9 ans avec l'exploitant, avec un rendement certes faible, mais net et sans charges pour la Caisse (château et installations viticoles en parfait état, travaux à la charge de l'exploitant).

Observation de la mission : *Les éléments apportés par la caisse ne répondent en rien aux observations de la mission.*

[117] En effet, la stratégie de diversification prévalant jusqu'à présent était mise en œuvre au travers de sociétés immobilières achetées conjointement avec d'autres investisseurs institutionnels. La détention directe d'un bien immobilier relevant pour partie de la réglementation des baux ruraux et pour partie d'un marché sensiblement éloigné de celui de Paris QCA risque également de poser des problèmes de compétence aux services immobiliers de la caisse.

Réponse de l'organisme : *La Caisse a pris de nombreuses précautions avant de réaliser l'acquisition, avec notamment les conseils d'experts et d'avocats spécialisés.*

Observation de la mission : *Argument non étayé. La caisse confirme en outre qu'elle ne dispose pas en interne des compétences nécessaires à une telle opération.*

[118] Au final, et sans même considérer l'intérêt financier très discutable au regard du rendement attendu et des risques pris par la caisse dans le cadre de cette opération, elle est surtout révélatrice d'une absence de vision stratégique.

Réponse de l'organisme : *En matière d'immobilier, chaque acquisition est un cas particulier. L'achat d'un vignoble pour le prix d'un immeuble parisien constitue une bonne diversification et s'inscrit dans la recherche d'une plus value à long terme.*

Observation de la mission : *L'observation de la mission était que, quand bien même l'investissement s'inscrirait « dans la recherche d'une plus value à long terme », il ne s'inscrit dans aucune stratégie d'investissement identifiée, illustrant ainsi le défaut de cadre stratégique de la caisse.*

Réponse de l'organisme : *Elle est aujourd'hui moins « risquée » que l'achat d'OAT à 10 ans, qui ne rapportent que 2 % par an, avec un risque de perte en capital si les taux d'intérêt remontent.*

Observation de la mission : *La mission note que, pour la caisse, le risque doit s'interpréter comme un risque d'insuffisance de rendement. En outre, la mission constate que le portage d'obligations, qui neutralise totalement le risque de taux, n'est pas même envisagé par la caisse.*
Au total, la réponse de la caisse illustre parfaitement son appréhension de la notion de risque.

2.2.5.2. L'absence de ligne conductrice en matière mobilière conduit à la constitution d'un portefeuille incohérent et segmenté

[119] La politique de placement mobilière aujourd'hui poursuivie n'étant pas formalisée, la mission a recherché son existence informelle dans les pratiques de la caisse.

Réponse de l'organisme : *L'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire de la Caisse, définie en 1996 est constamment réaffirmée depuis 2004 dans les rapports sur les orientations générales de la politique de placements votés chaque année par le Conseil d'Administration.*

Observation de la mission : *La politique de placement ne peut se résumer à l'allocation stratégique qui n'en est que l'un des éléments. Au demeurant, le départ entre allocation stratégique et tactique est difficile à faire.*

[120] La caisse gère en direct :

- un portefeuille d'actions de grandes capitalisations boursières de la zone euro (membres du CAC 40 pour la plupart) ;
- un portefeuille d'obligations convertibles :
- un portefeuille d'obligations structurées.

Réponse de l'organisme : *La CARMF gère en direct un portefeuille d'actions de grandes capitalisations boursières de la zone Euro. Toutes ne sont pas membres du CAC 40. Par exemple, fin 2011, 14% d'actions étrangères et 10,7% d'actions françaises n'appartenant pas au CAC 40 soit un total de 24,7% hors CAC 40.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc la rédaction de la mission.*

Réponse de l'organisme : *Cette prédominance des actions françaises s'explique par 2 raisons :*
- une meilleure connaissance des valeurs françaises
- mais aussi une meilleure performance du CAC 40 par rapport à l'Eurostoxx 50 depuis quelques années ce qui a amené dans le temps à certains arbitrages (par exemple vente de ENI pour renforcer Total).
Notons que des valeurs telles que Allianz, Telefonica, Siemens, Santander, BBVA ou encore Nokia sont en portefeuille depuis des années. Plus récemment, il a été procédé au renforcement des valeurs allemandes (SAP, Linde) et à l'allègement en parallèle d'Air Liquide.

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas le lien entre ses constats et la réponse que fait la caisse.*

[121] La gestion déléguée, qui représente 2,4 Mds€ en valeur de réalisation au 31 décembre 2011, est déployée sans souci de cohérence ni de coordination : chaque gérant travaille sans connaître les positions prises par les autres gérants, cette remarque valant également pour la gestion directe. Ainsi, plusieurs fonds peuvent avoir des secteurs d'intervention se recoupant sans être totalement identiques :

- L'obligation Peugeot de taux de coupon 4,45 % arrivant à échéance en 2016 (ISIN FR0010773226) apparaît dans 8 fonds différents et est aussi détenue en direct ;

- Le contrat à terme sur Bund arrivé à échéance en mars 2012 est vendu par trois fonds (acheteurs de protection) et acheté par un autre (vendeur de protection).

Réponse de l'organisme : *La délégation de gestion d'une même classe d'actifs à plusieurs gérants répond à un souci de diversification et de réduction des risques. Dans ce cadre, chaque gérant est responsable de la gestion de son fonds, et toute tentative de coordination (d'ailleurs juridiquement interdite) annulerait cet effet de diversification.*

Observation de la mission : *La coordination incombe à la caisse, pas aux gérants. Par exemple en transmettant de l'information ponctuelle sur des valeurs qui pourraient induire un risque de concentration trop élevé. De plus, la coordination la plus simple demeure le compartiment, seuls quelques gérants intervenant sur un même segment de marché.*
La mission fait remarquer que l'effet de diversification souhaité pourrait probablement être obtenu, et pour un coût bien moindre, en ayant recours à des fonds indiciels.

Réponse de l'organisme : *Il est normal qu'un titre qui présente des qualités reconnues soit dans plusieurs portefeuilles.*
Il est aussi normal qu'en matière de perspectives, les avis puissent diverger.

Observation de la mission : *La caisse souhaite donc, selon les cas, suivre le consensus de marché lorsqu'il existe (ce qui signifie par ailleurs que la valeur sera probablement achetée à un prix peu intéressant, le marché en entier souhaitant l'acheter simultanément), ou bien, en l'absence de consensus de marché, permettre à ses gérants de prendre des positions contraires, ce qui conduit la caisse à prendre une position consolidée médiane tout en accumulant les frais de transaction.*

Réponse de l'organisme : *Pour les produits de taux, l'objectif est pour chacun des gérants la création de valeur ajoutée par rapport à un indice de référence (Exane Convertibles Index Euro) qui dans le cas précis comporte notamment la convertible Peugeot. Ainsi, les fonds ont une gestion active des positions, laquelle se retrouve également en gestion directe.*

Observation de la mission : *La caisse n'explique pas en quoi l'indice ECI-Euro est pertinent par rapport aux flux techniques qu'elle prévoit. Par ailleurs, la caisse décrit un biais courant des fonds devant battre un indice : la détention d'un de ses sous-jacents.*

Réponse de l'organisme : *Concernant les positions sur le contrat à terme Bund (échéance mars 2012), un gérant peut, économiquement, soit détenir l'obligation allemande en portefeuille soit acheter un contrat future nécessitant moins de trésorerie et conserver les liquidités.*

Observation de la mission : *D'un point de vue consolidé, la mission en déduit que la caisse détient l'obligation et les liquidités, qu'elle n'est pas couverte comme elle le pensait et qu'elle a dépensé des frais de transaction sur le contrat à terme Bund.*

Réponse de l'organisme : *D'autre part, il est important de préciser que ces interventions peuvent avoir eu lieu sur différents niveaux de marché, où la vente chez un gérant se situe au-dessus du niveau d'achat chez un autre.*
La gestion déléguée actions se base en premier lieu sur les résultats de l'allocation stratégique d'actifs qui repose sur les deux grands critères que sont la performance et la volatilité (mesure du risque). Cette allocation a été définie avec le concours d'Axa en 1996, revue en 2008, en 2009 et en mars 2010. Il en a résulté la recherche d'une diversification et internationalisation (introduction au fil du temps des émergents, des matières premières, de fonds « minimum variance », du Long/Short equity et enfin de fonds flexibles) du portefeuille en vue de réduire sa volatilité.
Sur une même zone géographique, par exemple l'Europe, il a été recherché des gestions actions n'ayant pas toutes la même méthodologie : par exemple certaines ont une gestion « croissance », d'autres « value » et/ou « rendement ». La Caisse a également investi sur des gestions Minimum Variance (Unigestion) qui vise à sélectionner les titres les moins volatils et dans des fonds flexibles qui font varier leurs expositions aux marchés actions.

Observation de la mission : *La diversification devrait avoir pour effet de limiter le nombre de lignes détenues par des gérants différents. La mission constate que la caisse n'a pas atteint son objectif de ce point de vue.*

[122] Par ailleurs, l'incohérence entre gérants se double d'une incohérence temporelle : la caisse investit sur les produits faisant l'objet d'une forte pression commerciale de la part de leurs promoteurs (« à la mode »), comme la gestion alternative dans le milieu des années 2000 ou les matières premières après la crise de 2007. Elle s'expose de plus en plus sur les marchés des pays émergents, sans s'inscrire dans une véritable stratégie d'ensemble autre que la diversification ou l'internationalisation, notions qui ne semblent pas véritablement comprises (voir *infra*).

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'investit pas sous la pression commerciale des promoteurs dits « à la mode » (création d'une poche Long Short début 2008). Elle cherche par l'investissement en gestion alternative à investir dans un souci de diversification et de décorrélation des performances et des risques.*
Une étude portant sur l'intérêt de la gestion alternative a été produite en 2002, mettant en avant les propriétés de décorrélation des différentes stratégies aux classes d'actifs traditionnelles.
Les investissements en matières premières ont été proposés bien avant la crise de 2008 et les orientations de placements pour 2008 signalent pour 2009, le renforcement en Long/Short, en FCPR, en or et matières premières et en actions « classiques ».
La position sur les marchés émergents s'inscrit, depuis le début des années 2000, dans l'allocation stratégique et vise à capter la croissance dans ces zones géographiques.

Observation de la mission : *La caisse décrit peu ou prou les mouvements de la mode en matière de gestion financière, tels que la mission les entend.*

[123] Au final, la politique de placements n'étant jamais révisée, elle conduit à une fragmentation par sédimentation du portefeuille : la mission décompte 33 FCP dédiés (en ce compris un FCP réservé à 20 investisseurs ou moins et détenu à 92 % par la CARMF) gérés par pas moins de 16 sociétés de gestion. Seuls sortent du portefeuille les fonds dont le rendement a déçu et entrent les fonds dont le rendement apparaît prometteur aux yeux de la caisse.

Réponse de l'organisme : *La diversification des fonds réduit le risque du portefeuille sur chaque classe d'actifs, répondant ainsi au souci exprimé par ailleurs par la Mission.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission.*

Réponse de l'organisme : *Compte tenu de la taille du portefeuille (supérieur à 4 milliards d'Euros) et du poids important des actions, il ne paraît pas inapproprié de diversifier la gestion auprès de 16 sociétés de gestion.*

Observation de la mission : *La mission a contrôlé une autre caisse dont le portefeuille mobilier de 5,3 Mds€ en valeur comptable était géré au travers de 8 fonds dédiés et 3 sociétés de gestion. Cette caisse a certes augmenté le nombre de gérants : elle a passé un marché public portant sur 10 FCP répartis en 4 lots, qui seront confiés à 7 sociétés de gestion.*

Réponse de l'organisme : *Par ailleurs, la CARMF sélectionne les fonds présentant un bon couple rendement/risque dans la classe d'actif envisagé.*

Observation de la mission : *Argument non étayé.*

[124] Le cas des obligations structurées illustre cette absence de stratégie. La caisse justifie le recours à ce type d'instrument par un objectif de diversification. La mission s'interroge sur les éléments de la politique de placements ou même de l'allocation d'actifs arrêtés par la caisse conduisant à la détention d'actifs présentés comme obligataires mais dont le rendement est indexé sur :

- un indice proche du ratio de Sharpe[14] du fonds « Phenix Alternative Holdings » qui est un fonds de fonds de gestion alternative (SHARPE +) ;
- un contrat d'échange (*swap*) de volatilité entre la volatilité constatée (passée) et la volatilité implicite (future) des marchés actions de la zone euro (VOLARB) ;
- l'irrégularité du rendement d'un panier d'actions européennes (ABSOLUTE RENDEMENT) ;
- le rendement d'un indice de volatilité non coté (SGOE ALM OPTIMIZER).

Réponse de l'organisme : *La CARMF a souscrit des obligations structurées à capital garanti pour se diversifier face au risque de remontée et des taux réels et de l'inflation.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas le sens de « se diversifier face » à un risque. Elle supposera donc que la caisse voulait dire qu'elle souhaitait se couvrir contre le risque de remontée des taux réels et de l'inflation.*
La mission ne comprend pas en quoi les instruments décrits supra *protègent contre le risque d'inflation ou de remontée des taux réels.*

[125] Il apparaît également que, pour l'immense majorité d'entre eux, les fonds détenus par la caisse – ainsi que les actions gérées en direct sans que la caisse soit en mesure de fournir le taux de rotation demandé par la mission – font l'objet d'une gestion active, sans que ce choix soit approuvé par le conseil d'administration. De plus, la justification d'une telle option de gestion fait également défaut.

Réponse de l'organisme : *Les administrateurs ont toujours souhaité une gestion active et non benchmarkée, comme cela peut être vérifié dans le choix des fonds dédiés suite à l'appel d'offres de 2001.*
Quant au taux de rotation des fonds dédiés, il est en général relativement faible. La CARMF recherche des gestions actives en vue de battre les indices sur moyen terme.

Observation de la mission : *La mission a constaté,* ***sans être contredite par la caisse****, que cette dernière n'est pas en mesure de fournir les taux de rotation de ses fonds dédiés. Dans ces conditions, la mission se demande comment la caisse peut affirmer qu'ils sont faibles.*

[14] Le ratio de Sharpe est le quotient de la rentabilité diminuée du taux sans risque et de la volatilité.

2.3. La dernière allocation d'actifs formalisée date de 1996

[126] L'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale précise 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 »*. Il n'opère donc pas de distinction entre allocation stratégique et allocation tactique. La CARMF répond formellement à cette exigence générale lors de ses conseils d'administration du mois de janvier.

[127] Le règlement financier de la CARMF est plus précis (article 15) : *« le conseil d'administration se réunit au minimum une fois tous les cinq ans pour définir l'allocation stratégique d'actifs de la caisse. Le conseil d'administration peut procéder, après avis de la Commission des placements à une adaptation de l'allocation stratégique d'actifs, dans le cadre du rapport annuel fixant les orientations générales de la politique de placement des actifs de la caisse, prévu à l'article R. 623-10-4 »*.

[128] La CARMF distingue ensuite l'allocation tactique qui peut être définie par la commission des placements pour le court et le moyen terme.

[129] La caisse utilise la notion d'allocation stratégique avec un horizon temporel annuel, alors qu'une allocation stratégique est normalement arrêtée sur un horizon plus long, par exemple 5 ans. Cette utilisation crée de la confusion puisque l'allocation stratégique de la caisse se rapproche d'une allocation tactique (modifiée chaque année).

Réponse de l'organisme : *La CARMF a défini une allocation stratégique bien avant le décret du 25 octobre 2002 et l'entrée en vigueur de son règlement financier au 1er janvier 2004, et ce avec un horizon très long (plus de 40 ans). L'horizon de l'allocation stratégique doit être aligné sur celui du passif, et ne peut être fixé arbitrairement à 5 ans.*

Observation de la mission : *La mission se bornait à constater que l'allocation stratégique était – formellement – approuvée annuellement, alors qu'elle devrait être arrêtée pour cinq ans. C'est l'horizon de l'allocation, et non l'horizon d'étude des flux d'actif et de passif, que la mission visait, ce qui se comprend d'ailleurs parfaitement d'après le contexte du chapitre. La rédaction est donc maintenue.*

Recommandation n°5 : Arrêter une allocation stratégique sur cinq ans.

[130] Le compte-rendu du conseil d'administration de janvier 2011 ne permet pas de reconstituer l'allocation stratégique de la caisse mentionnée à plusieurs reprises lors des entretiens à savoir : 35 % obligations, 50 % action et 15 % d'immobilier.

Réponse de l'organisme : *Les flux d'investissements programmés pour 2011 montrent bien la part privilégiée attribuée à l'immobilier, afin d'augmenter sa part globale dans l'ensemble des actifs.*

Observation de la mission : *La mission établit donc, **sans être contredite par la caisse**, que l'allocation stratégique de la caisse est : 35% obligations, 50% actions et 15% immobilier.*

[131] Lors des entretiens, la possibilité d'augmenter la poche immobilière jusqu'à 20 % et de baisser la part des actions a été plusieurs fois évoquée. Ces hypothèses ne sont pas retranscrites dans les documents fournis à la mission pour une période allant jusqu'au 31 décembre 2011. Le conseil approuve chaque année les orientations tactiques, qui découlent de ce cadre stratégique en tenant compte des flux d'investissements. Cette approbation est implicite.

Réponse de l'organisme : *Une étude sur l'allocation stratégique d'actif a été réalisée en 2012. A partir de cette étude, le Conseil décidera en 2013 si l'allocation actuelle doit être maintenue ou modifiée.*

Observation de la mission : *La mission se félicite du fait que la caisse mène de nouvelles études – en souhaitant qu'elles ne souffrent pas des mêmes faiblesses, **qui ne sont pas contestées par la caisse**, que l'étude d'AXA IM de 2010 – et au surplus qu'elle respecte enfin son propre règlement financier. La mission a toutefois formulé des réserves sous [154 et suivants] concernant l'étude menée à bien en 2012.*

2.3.1. L'allocation stratégique de 1996 est toujours formellement en vigueur

[132] Le document[15] fourni à la mission et rédigé en 1996 établit que *« l'allocation stratégique permet de fixer un double objectif-cible aux placements, en termes de rentabilité espérée et de risque de portefeuille »*.

[133] Il s'agit du seul document identifié comme tel ayant été remis à la mission, les autres documents relatifs à l'allocation stratégique étant des études qui seront détaillées ci-après.

[134] Ce document précise dès les premiers paragraphes que la rentabilité et le risque sont les deux notions fondamentales qui permettent d'évaluer *« les attraits »* des différents modes de placement. *« Le risque traduit la probabilité d'un résultat s'écartant de l'espérance de rentabilité »*.

[135] L'allocation tactique est également précisée selon les termes suivants : *« 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). »*.

[136] L'allocation stratégique proposée par la caisse après ses premières investigations résulte de la conclusion suivante : *« Il nous a semblé que l'horizon de placement éloigné dont le RCV dispose favoriserait la recherche de performance pour un niveau de risque toutefois bien contenu »*. Cela se matérialise dans les critères suivants :

- *« la rentabilité obtenue nette d'inflation est au minimum de 3 % l'an (en moyenne actuarielle) ;*
- *le portefeuille connaît un niveau de risque tel qu'au maximum la valeur boursière pourra baisser de 10 % (en francs courants) avec une probabilité de 95 % de moindre baisse ;*
- *les contraintes réglementaires doivent être satisfaites (34 % d'obligations françaises minimum) »*.

[137] La CARMF a sollicité des gestionnaires qui devaient proposer des allocations stratégiques respectant ces critères. À la suite de ces consultations, la CARMF a retenu l'allocation suivante :

- 34 % d'obligations – soit le minimum réglementaire ;
- 46 % d'actions dont 23 % sur l'étranger ;
- 20 % dans l'immobilier.

Réponse de l'organisme : *L'allocation retenue en 1996 pour le régime complémentaire et constamment réaffirmée comporte 15 % d'immobilier, 34 % d'obligations et par différence, 51 % d'actions.*

Observation de la mission : *Dans le document fourni à la mission et intitulé « allocation stratégique d'actifs (CARMF – MM/OB/10/01/1996) il est écrit page 11 : « En conclusion, nous inclinons à l'allocation stratégique suivante : obligations : 34% ; actions 46% dont 23% sur l'étranger ; immobilier 20% ». Si tel n'est pas le cas, la caisse aurait dû fournir à la mission le document pertinent pour établir son allocation stratégique.*

[15] Référencé CARMF – MM/OB/10/01/1996

[138] Concernant plus spécifiquement l'immobilier, à l'occasion des travaux réalisés lors de la définition de l'allocation stratégique en 1996, la Banque du Louvre[16] écrivait : *« la part de l'immobilier chez les investisseurs institutionnels en France serait un peu inférieure à 7 % alors qu'elle est de 18 % aux Etats-Unis. La tâche consistant à définir une rentabilité déflatée de même que le risque pour l'immobilier est délicate car les données sont fragmentaires. Nous pressentons que ce vecteur d'investissement constitue une bonne protection sur le long terme face à l'inflation. »*. La CARMF avait donc choisi de consacrer 20 % de ses placements au secteur immobilier.

[139] L'allocation effective en 2011 (35 % obligations, 50 % action et 15 % immobilier) diffère de celle adoptée en 1996, sans qu'une révision explicite en ce sens n'ait eu lieu.

Réponse de l'organisme : *L'allocation effective à fin 2011 ne diffère que de 1 % de l'allocation stratégique (35 % d'obligations au lieu de 34 %).*

Observation de la mission : *En l'absence de document probant, la mission maintient sa rédaction.*

[140] Il est pourtant précisé au 5.A) du document d'allocation stratégique de 1996 que cette ligne d'action stratégique sera régulièrement auditée *« de sorte que les résultats obtenus ne diffèrent pas significativement des prévisions établies sur la base d'une rentabilité escomptée et d'un risque intercalaire accepté »*. Aucun audit n'a été diligenté.

Réponse de l'organisme : *L'allocation effective ne s'est que très peu éloignée de l'allocation stratégique, compte tenu de l'allocation tactique reprise chaque année.*

Observation de la mission : *L'observation de la mission portait sur l'absence d'audit, qui n'est pas contesté par la caisse.*

2.3.2. Des réflexions sur la stratégie des placements en 2001 aboutissent à une évolution de l'allocation tactique plus que de l'allocation stratégique.

[141] Conformément au règlement financier, l'allocation stratégique de 1996 aurait dû faire l'objet d'une nouvelle présentation au conseil d'administration en ~~2001, puis en~~ 2006, puis en 2011.

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier n'est entré en vigueur qu'au 1er janvier 2004, conformément au décret du 25 octobre 2002. On voit mal pourquoi l'allocation aurait dû être revue en 2001 puisque ces textes n'existaient pas.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en ce sens.*

Réponse de l'organisme : *En 2004, le premier rapport sur les modalités générales de la politique de placements, voté par le Conseil d'Administration, confirme l'allocation stratégique de 1996.*

Observation de la mission : *Dans sa réponse sous [12], la caisse indique pourtant que* « depuis 2004, le rapport annuel sur les orientations générales de la politique de placement rappelle l'allocation stratégique de la caisse, mais les orientations annuelles ne peuvent être que tactiques ».

Réponse de l'organisme : *En 2008, une étude externe a confirmé la validité de cette allocation, qui a été maintenue en 2009 malgré la crise de fin 2008.*

[16] Cité par la CARMF dans son document d'allocation stratégique de 1996.

Observation de la mission : *L'étude en question souffre exactement des mêmes défauts que celle de 2010, examinée par la mission sous [153]. En particulier, le lien avec le passif n'est pas fait.*

[142] Les documents fournis à la mission et datés de janvier 2001 font état de « réflexions sur la stratégie des placements », notamment autour de la constitution de fonds dédiés qui fournirait *« la possibilité de diversification internationale qui permet de réduire la volatilité et de diminuer le risque ; une gestion sur mesure pour l'institutionnel, une diminution des frais de gestion très substantielle par rapport aux fonds ouverts (SICAV-FCP. Cet argument n'est pas valable si on compare avec une gestion directe »*. Ces réflexions mentionnent également le fait que *« tant pour les actions que pour les obligations, le choix des gestionnaires pour les FCP dédiés non clonés pourrait être réalisés après un appel d'offre »*. En termes d'organisation, des réflexions ont lieu sur les attributions de la commission des placements qui pourrait *« déterminer les montants à investir, choisir les gestionnaires des FCP, ainsi que les valeurs gérées en direct »*.

[143] Ce document en date du 17 janvier 2001 n'est pas mentionné au compte-rendu du conseil d'administration du 27 janvier 2001 (voir annexe 3). A l'occasion de ce conseil d'administration, les résultats d'une étude générale sur les placements des caisses de retraite sont présentés et font l'objet d'une discussion rapportée au procès verbal qui porte sur les frais de gestion, ainsi que sur le choix à réaliser entre gestion directe et gestion déléguée. Forts de l'étude comparative avec les autres caisses de retraite, des administrateurs se félicitent des choix de la CARMF : *« Le Dr. X partage l'avis du Dr. Y qui considère que la gestion des placements de la CARMF est la meilleure »*. La décision est prise à cette occasion de *« la création de fonds dédiés par transfert de fonds gérés actuellement en direct ou au sein de Sicav ou FCP ouverts »*.

[144] Lors du conseil d'administration du 21 avril 2001, au chapitre des questions financières et comptables est reprécisée la décision du 27 janvier 2001 : « *Suite à sa décision du 27 janvier 2001, et après discussion en Commission de Placements, le Conseil d'Administration décide la constitution de 5 fonds communs de placement dédiés de 30 millions d'euros chacun, composés de 50 % d'actions zone euro (indice de référence Eurostoxx 50) et de 50 % d'actions hors zone euro (indice de référence MSCI World pour 3 d'entre eux et Standard and Poors 500 pour les 2 derniers).*
Ces fonds seront investis d'ici à la fin de l'année 2001 avec les excédents de gestion technique et, le cas échéant, par un apport de titres détenus actuellement.

Le Conseil d'Administration décide, à cet effet, de lancer une consultation auprès des plus importantes sociétés de gestion opérant en France. Afin d'ouvrir au maximum la concurrence, cette consultation sera effectuée sur Internet (sans frais pour la CARMF) par l'intermédiaire de la Société AMADEIS, spécialisée dans ce domaine, ce qui permettra de consulter une quarantaine de sociétés de gestion.

La sélection s'effectuera en fonction des réponses au cahier des charges et à un questionnaire sur les caractéristiques, le processus d'investissement et les résultats desdites sociétés, après présélection sur dossier et audition par le comité restreint de placements, éventuellement complété par des administrateurs volontaires.
Par ailleurs, le Conseil d'Administration décide le lancement d'une consultation, également sur Internet, par l'intermédiaire de la Société B. FINANCE, pour la constitution d'un fonds commun de placement dédié de 30 millions d'euros investi en obligations d'Etat zone euro (indice de référence CNO ETRIX global) ».

[145] La mission considère que les documents qui lui ont été fournis ne permettent pas de s'assurer du fait que l'allocation stratégique de 1996 a été revue et confirmée en 2001, comme l'indiquent les comptes-rendus des conseils d'administration des années 2006 à 2011. En effet, les décisions prises en 2001 s'apparentent davantage à de l'allocation tactique et ne font aucune référence à l'allocation stratégique.

Réponse de l'organisme : *Le règlement financier n'est entré en vigueur qu'au 1er janvier 2004, conformément au décret du 25 octobre 2002. On voit mal pourquoi l'allocation aurait dû être revue en 2001 puisque ces textes n'existaient pas.*
En 2004, le premier rapport sur les modalités générales de la politique de placements, voté par le Conseil d'Administration, confirme l'allocation stratégique de 1996.
En 2008, une étude externe a confirmé la validité de cette allocation, qui a été maintenue en 2009 malgré la crise de fin 2008.

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission.*

2.3.3. Depuis 2001, les évolutions de l'allocation stratégique ne sont pas clairement identifiées

[146] D'après les documents fournis à la mission et les précisions recueillies lors des entretiens, les comptes rendus des conseils d'administration de janvier valent approbation de l'allocation stratégique des actifs, qui est donc annuellement validée. Ils contiennent en effet le « rapport sur les orientations générales de la politique des placements » dont le contenu est identique année après année (voir annexe 4). Par exemple le compte-rendu du conseil d'administration du 27 janvier 2007 :

« [Le directeur] rappelle en préambule que l'article R. 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 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 ; Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».
Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la caisse. Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en œuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).
Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier. »

[147] La mission considère que les documents de conseil d'administration devraient distinguer l'allocation stratégique telle qu'elle a été définie la dernière fois en 1996 et l'allocation tactique, le cas échéant, pour identifier les évolutions dans l'allocation d'actifs, année après année et en faciliter le suivi.

[148] L'allocation stratégique réexaminée en 2001 ne l'a pas été formellement depuis. Un nouvel examen de cette allocation tous les cinq ans, conformément au règlement financier devrait être demandé par le conseil d'administration : cela permettrait d'accroître la transparence de la gestion des placements vis-à-vis des administrateurs.

Réponse de l'organisme : *Une étude sur l'allocation stratégique d'actif a été réalisée en 2012. A partir de cette étude, le Conseil décidera en 2013 si l'allocation actuelle doit être maintenue ou modifiée.*

Observation de la mission : *La mission se félicite du fait que la caisse mène de nouvelles études – en souhaitant qu'elles ne souffrent pas des mêmes faiblesses, **qui ne sont pas contestées par la caisse**, que l'étude d'AXA IM de 2010 – et, à titre accessoire, qu'elle respecte enfin son propre règlement financier. La mission a toutefois formulé des réserves sous [154 et suivants] concernant l'étude menée à bien en 2012.*

[149] Le 12 mai 2012 lors d'un séminaire à Bordeaux, le cabinet INSTI7 a fait une présentation à vocation pédagogique sur les allocations stratégiques et tactiques. Il s'agit de généralités sur l'allocation stratégique, suivies d'une revue simple des actifs de la CARMF au 31 décembre 2011.

Recommandation n°6 : Le conseil d'administration de la CARMF doit examiner et voter chaque année une allocation tactique clairement énoncée.

Recommandation n°7 : La CARMF doit chaque année établir et présenter au conseil d'administration un bilan complet de la réalisation de son allocation tactique et de sa conformité à l'allocation stratégique.

2.3.4. Les études réalisées en 2008 et en 2010 demeurent peu accessibles aux administrateurs

[150] AXA IM a réalisé à la demande de la CARMF deux analyses de son allocation stratégique d'actifs. L'objectif affiché de ces études était que la caisse vérifie que son allocation était cohérente avec son passif et de doter la caisse d'éléments d'analyse lui permettant d'optimiser son actif par rapport à ce passif théorique. Pour ce faire, la CARMF a fourni à AXA IM ses flux démographiques (passif théorique) et son portefeuille.

[151] Le résultat des deux études a confirmé dans les grandes lignes l'allocation choisie et la CARMF n'a donc pas fait évoluer son allocation initiale. Malgré ses demandes, la mission n'a pas eu à sa disposition d'éléments montrant que ces documents ont été étudiés en commission des placements, ni des suites qui y ont été données. La mission considère donc que ces travaux n'ont pas donné lieu à des discussions au sein du conseil d'administration.

Réponse de l'organisme : *Les résultats de ces études ont été présentés en Commission de Placements.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc que les résultats des études n'ont pas été présentés en conseil d'administration.*

[152] Par ailleurs, le document fourni par AXA IM en 2010 peut soulever des critiques :

- du point de vue formel, il a été indiqué à la mission que ces travaux ont été réalisés à titre gracieux, dans le cadre des relations commerciales entre la CARMF et AXA IM. La mission confirme qu'elle n'a pas trouvé de trace de ces études dans les récapitulatifs des marchés publics qui lui ont été fournis (voir *infra*) ;

- sur le fond, le modèle retenu par AXA IM n'est pas justifié. Ainsi, l'allocation stratégique est établie selon la méthodologie suivante qui ne prend en compte à aucun moment l'adéquation des flux d'actif avec ceux de passif :
- « *Étape 1 – Sélection des classes d'actifs à considérer dans le portefeuille et calibration de leur profil rendement / risque*
- *Étape 2 – Génération des scénarios de marchés par la méthode de Monte-Carlo (déformation des courbes de taux et évolution des différents marchés) afin de simuler un grand nombre de scénarios possibles sur chaque portefeuille analysé*
- *Étape 3 – Simulation des portefeuilles composant l'univers d'investissement*
- *Étape 4 – Analyse de l'allocation actuelle*
- *Étape 5 – Construction de la frontière efficiente*
- *Étape 6 – Analyse des portefeuilles efficients* »
- les modèles de valorisation des instruments financiers ne sont pas précisés : la courbe des taux suit un modèle à deux facteurs, sans précision sur le modèle retenu. On sait pourtant que les résultats peuvent différer sensiblement d'un modèle à l'autre. La même remarque s'applique aux modèles de diffusion actions, dont il est seulement précisé qu'ils sont à sauts systémiques et spécifiques (mais pas s'ils sont gaussiens ou poissoniens, par exemple) ;
- le calibrage des paramètres n'est pas justifié : ainsi en régime « normal » (par opposition aux régimes de crise supposés être modélisés par les sauts) selon le modèle d'AXA IM, les actions ont une volatilité de 16 %, sans qu'il soit démontré que ce niveau représente la volatilité moyenne du portefeuille actions de la caisse. Les corrélations entre actifs ne sont pas plus justifiées. Il est fait usage d'un modèle d'inflation ; or l'utilisation de ce type de modèles prête pour le moins à discussion[17].

Réponse de l'organisme : *La prestation étant gratuite, elle n'avait pas à faire l'objet d'un marché.*

Observation de la mission : *Sur le fond,* ***la caisse ne conteste sur aucun point les observations formulées par la mission****. Sur la forme, la mission rappelle que la caisse s'expose en toute connaissance de cause à un risque pénal. Par exemple, et même si la jurisprudence n'apparaît pas directement transposable au cas d'espèce, la Cour de cassation estime «* qu'il appartient à celui qui se prévaut d'un contrat à titre gratuit de démontrer l'intention libérale *» (Cass., Civ. 3ème, 31 mai 1989, pourvoi n° 88-11524).*
En particulier, ce type de prestation intellectuelle n'apparaît pas comme susceptible d'entrer dans le cadre de l'exception prévue au II de l'article 35 du code des marchés publics.

[153] La caisse a par ailleurs lancé un appel d'offres à l'été 2012 portant « *sur une prestation d'étude de l'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire d'assurance vieillesse des médecins* ». Le cahier des clauses techniques particulières (CCTP) du marché précise que l'objectif de l'étude est de déterminer « *l'allocation stratégique d'actifs la mieux adaptée aux objectifs et aux contraintes de la CARMF* ». Ces contraintes sont les suivantes :

- respect des dispositions réglementaires applicables à la CARMF (décret de 2002) ;
- les réserves sont supposées avoir un rendement annuel en euros constants de 4 % (c'est-à-dire un rendement d'inflation + 4 %, ce qui peut paraître optimiste) ;

[17] André BERNAY, *Rentabilité des actifs à long terme et risque inflation : enjeux de modélisation pour l'assurance*, mémoire d'actuariat, 2007 : « *Les modèles de type Wilkie privilégient l'observation empirique mais l'absence de justification théorique réduit leur légitimité pour des activités de prévision à long terme. Les modèles de type financier semblent plus cohérents avec la théorie économique et les pratiques financières, cependant les problèmes de calibrage et de manque d'adéquation aux observations empiriques réduisent la portée des résultats* ».

- la caisse accepte, annuellement, qu'avec une probabilité de 5 %, les réserves perdent 10 % de leur valeur.

Réponse de l'organisme : *Les résultats de cette étude ont été présentés au Comité Restreint de Placements du 19 octobre 2012 et serviront à préciser l'allocation stratégique qui sera soumise au vote du Conseil d'Administration.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas le lien entre ses constats et la réponse de la caisse.*

[154] La caisse formule le niveau de risque auquel elle est prête à s'exposer en termes de « Value at Risk » (VaR) : elle accepte un risque annuel tel que les pertes soient supérieures à 10 % de la valeur du portefeuille géré avec une probabilité de 5 %. À titre de comparaison, la directive « solvabilité II » prévoit que les assureurs peuvent accepter un risque de perte de l'ordre de grandeur de leurs fonds propres (soit, en assurance en France, environ 10 % de leurs placements[18]) avec une probabilité de 0,5 %. En ordre de grandeur, la caisse accepterait donc une perte aussi élevée qu'un assureur privé mais avec une probabilité 10 fois plus forte. La mission note donc une appétence au risque élevée, voire excessive, de la part de la CARMF.

Réponse de l'organisme : *La situation de la CARMF n'est pas comparable à celle d'un assureur. Un assureur dont les fonds propres (soit 10 % des placements) disparaîtraient à horizon 1 an serait en faillite. Une baisse de 10 % des réserves à horizon 1 an ne mettrait nullement la CARMF en cessation de paiement.*

Observation de la mission : *Un assureur dont les fonds propres disparaîtraient en 1 an serait effectivement placé en situation de liquidation, mais ne serait pas – sauf cas très particulier – en cessation de paiements. En particulier dans le domaine de la retraite, il serait en mesure d'assurer la couverture partielle, voire même totale, de ses engagements de retraite. L'assureur est exactement dans la même situation que la CARMF de ce point de vue.*

[155] Les besoins du passif n'apparaissent aucunement dans les contraintes présentées *supra*. Les résultats attendus de l'étude sont :

- une évaluation de l'espérance de rendement et du risque du portefeuille de la CARMF ;
- « *l'allocation préconisée compte tenu du passif actuel, avec des variantes relatives au niveau de risque* » ;
- « *les ajustements éventuellement nécessaires des paramètres du régime* ».

Réponse de l'organisme : *Le passif de la CARMF apparaît au contraire au centre de l'étude, les flux financiers annuels présentés ayant été communiqués au prestataire. Par ailleurs, ce passif n'est pas fixe mais recalculable en fonction des cotisations et des prestations, avec l'objectif d'ajustement réciproque de l'actif et du passif.*

Observation de la mission : *La mission a clairement mentionné le fait que l'allocation proposée doit tenir compte du passif, mais que cela n'est pas posé comme une contrainte.*
En particulier, le cahier des charges ne précise pas si les déficits techniques doivent être couverts- totalement ou partiellement – chaque année, et jusqu'à quel horizon, ni dans quelle mesure elle tolère un défaut de couverture.
Le flou entourant l'expression « compte tenu du passif » montre que la caisse ne s'est pas encore pleinement emparée de la question, ce qui ne lui a pas permis de formuler clairement ce qu'elle attendait de son prestataire de service de ce point de vue.

[18] Source : Autorité de contrôle prudentiel, conférence du 27 avril 2011. Les fonds propres ici visés sont ceux calculés dans le cadre de la 5ème étude quantitative d'impact.

[156] Le CCTP est rédigé de telle manière que les conclusions que l'on peut en attendre sont prévisibles : étant donné que la caisse attend un rendement important en étant prêt à prendre un risque élevé, l'allocation d'actifs – qui devrait, si l'on se fonde sur les hypothèses des précédentes études, supposer que les actions rapportent sensiblement plus que les obligations sur le long terme sans considération pour le risque d'impasse actif/passif – devrait consacrer une large place à la détention d'actifs risqués de type actions.

Réponse de l'organisme : *Dès lors que le passif à une duration importante, il est normal que l'allocation comporte une proportion élevée d'actifs risqués. La CARMF a un profil de fonds de pension et non d'assureur.*

Observation de la mission : *La caisse omet de préciser si elle se définit comme :*
- un fonds de pension à prestations définies, ce qui devrait rapprocher son allocation de celle de la PREFON (soit environ 75% d'obligations et 20% d'actions),
- ou bien un fonds de pension à cotisations définies, ce qui signifie qu'elle considère que le risque financier est entièrement supporté par l'affilié, auquel seront imputées, le cas échéant, ses mauvaises performances financières. Dans ce cas, la perception de cotisations obligatoires pose problème, les affiliés pouvant légitimement préférer cotiser pour un régime à prestations définies.

Recommandation n°8 : Faire réaliser un audit externe de l'allocation stratégique intégrant les contraintes de passif.

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE

3.1. Les organes délibérants n'assument pas leur rôle de contrôle de la direction

3.1.1. Les documents communiqués à la mission ne permettent pas d'attester de débats relatifs aux placements, tant au conseil d'administration qu'à la commission des placements

3.1.1.1. Le conseil d'administration débat peu des orientations en matière de placements mobiliers

[157] Le conseil d'administration se réunit quatre à cinq fois par an.

[158] Le premier conseil d'administration de l'année, en janvier, est l'occasion d'un rapport sur les orientations générales de la politique de placements, dont le compte-rendu est produit selon un modèle immuable (voir Annexe 4) :

- la politique de placement de l'année précédente qui présente :
  - des généralités sur la conjoncture passée et les marchés de taux et d'actions ;
  - la politique des placements suivie, sur les valeurs mobilières et sur l'immobilier ;
  - les résultats obtenus en termes de performance tant pour la poche actions que pour la poche obligataire.
- les orientations de la politique de placements pour l'année en cours :
  - des généralités sur les perspectives économiques et les marchés de taux et d'actions ;
  - les grandes orientations pour l'année N sur les produits de taux, les actions et l'immobilier. À titre d'exemple on peut citer les orientations 2006 sur les produits de taux, telles qu'elles figurent au compte rendu du conseil d'administration : *« les actifs à privilégier nous semblent être ceux adossés au cycle réel de l'économie mondiale à savoir les obligations convertibles ou structurées et la gestion alternative qui pourrait profiter d'un regain de volatilité sur les marché » ;*

- le programme d'investissement indicatif qui détaille pour chaque régime les montants globaux d'investissements prévus et leur répartition entre les poches, voire au-delà ;
- la seule mention qui est faite du risque est toujours la même, ne rappelant que *« cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %) »*. Comme indiqué *supra*, ce niveau de risque est en fait très important.

[159] Par ailleurs, les comptes-rendus analysés laissent apparaître que les sujets mobiliers sont traités lors de la commission des placements qui se tient la veille du conseil d'administration. Les questions immobilières sont traitées lors des conseils d'administration et le sujet est mentionné dans tous les comptes rendus analysés par la mission. La place consacrée aux débats sur les sujets mobiliers et immobiliers ne reflète pas leur poids dans le portefeuille de la caisse.

Réponse de l'organisme : *Même si les comptes rendus peuvent laisser penser le contraire, le temps consacré par la Commission de Placements, qui regroupe une proportion importante des administrateurs, aux sujets mobiliers est beaucoup plus important (1 séance entière) que celui consacré par le Conseil d'Administration aux questions immobilières (½ heure à 1 h maximum).*

Observation de la mission : *Nemo auditur propriam turpitudinem allegans: la caisse estime donc elle-même que ses comptes rendus ne sont pas sincères.*

[160] Le conseil qui se tient au mois de juin est l'occasion de présenter le rapport de la commission de contrôle sur le bilan et les comptes de gestion de l'exercice N-1 (qui est également présenté chaque année à l'assemblée générale des délégués), ainsi que le rapport du directeur, qui porte en partie sur la gestion financière mais qui comprend également des éléments statistiques sur les cotisants et les allocataires.

[161] Certains séminaires à destination des administrateurs, comme en 2009 et en 2010 (présentation d'études actuarielles), ou en mai 2011 (présentation du projet d'investissement dans un vignoble bordelais) ont une partie consacrée aux placements.

[162] Le tableau suivant retrace les sujets abordés lors des conseils d'administration, depuis 2006 et montre que les administrateurs sont globalement informés, au moins quantitativement, sur les sujets financiers.

Tableau 5 : Sujets à l'ordre du jour des Conseils d'administration

Séance	Compte-rendu des activités de placement	Études actif et/ou passif / rapport cotisants è allocataires	Gestion mobilière	Gestion immobilière	Evolution des marchés financiers	Informations sur le portefeuille	Marchés publics	Sujets comptables	Mention de discussions sur les placements
28 janvier 2006	■	□	■	■	■	■	■	■	■
20 mai 2006	□	■	□	■	□	□	□	■	■
17 juin 2006	□	■	□	■	□	□	□	■	□
23 septembre 2006	■	□	■	■	□	■	□	■	□
13 octobre 2006	□	□	□	■	□	□	□	□	□
18 novembre 2006	□	□	□	■	□	□	□	□	□
27 janvier 2007	■	□	■	■	■	■	■	□	□
14 avril 2007	□	■	□	■	□	□	□	■	□
16 juin 2007	■	■	■	■	□	■	□	■	□
21 septembre 2007	□	□	□	■	□	□	□	□	□
17 novembre 2007	□	□	□	■	□	□	□	□	□

26 janvier 2008	■	□	■	■	■	■	■	□	□
19 avril 2008	□	■	□	■	□	□	□	■	□
21 juin 2008	■	■	■	■	□	■	□	■	□
22 novembre 2008	□	□	□	■	□	□	□	□	□
24 janvier 2009	■	□	■	■	■	■	■	□	□
25 avril 2009	□	■	□	■	■	□	□	■	□
20 juin 2009	■	□	■	■	□	■	□	■	□
19 septembre 2009	■	□	■	■	■	■	□	■	□
21 novembre 2009	□	□	□	■	□	□	□	■	□
30 janvier 2010	■	■	■	■	■	■	■	□	■
17 avril 2010	□	□	□	■	□	■	□	■	□
19 juin 2010	■	□	■	■	□	■	□	■	■
20 novembre 2010	□	■	□	■	□	□	□	■	□
22 janvier 2011	■	□	■	■	■	■	■	□	□
30 avril 2011	□	■	□	■	□	■	□	■	■
18 juin 2011	□	■	■	■	□	■	□	■	■
19 novembre 2011	□	□	□	■	□	□	□	□	□

Source : Mission IGAS d'après données CARMF. Un ■ signifie que le sujet a été évoqué ; un □ signifie que le sujet n'était pas à l'ordre du jour.

[163] Les rares fois où le contenu des débats en matière financière est retracé au procès verbal, le sujet porte sur des aspects institutionnels et pas sur les aspects techniques de la gestion des placements, comme l'illustre cet extrait du conseil d'administration du 20 mai 2006 : « *Le Docteur X rappelle ensuite que lors du séminaire des administrateurs du 19 mars 2006, il a été envisagé de créer une Commission de Réflexion sur l'orientation générale des placements afin d'améliorer le système actuel et souhaiterait que cette Commission soit effectivement mise en place dans les meilleurs délais.*
Après discussion, il est décidé que la première Commission pourrait avoir lieu en septembre à l'occasion du renouvellement du Conseil d'Administration, puis deux autres Commissions pourraient avoir lieu avant de la fin de l'année afin que la réflexion puisse aboutir avant l'examen de la note d'orientation sur les placements lors de la séance du Conseil d'Administration de janvier 2007 ».

[164] Ces discussions illustrent le besoin de réflexion – et donc le constat d'un déficit en la matière – formulé par certains administrateurs, mais n'ont pas connu de suite.

3.1.1.2. Les discussions de la commission des placements ne sont pas retracées

[165] La commission des placements se déroule systématiquement la veille du conseil d'administration (en 2006, elle avait lieu une fois par mois sauf juillet et août). Sa composition n'est pas figée et entre 15 et 20 administrateurs y participent, ce qui ne contribue pas à la fluidité des débats.

[166] Le compte rendu est toujours construit de la même façon :

- liste des opérations décidées par le conseil d'administration précédent et qui restent à réaliser ;
- liste des opérations annulées par la commission en cours ;
- choix de nouveaux investissements listés dans le compte rendu en distinguant les actions et les obligations.

Réponse de l'organisme : *Le compte rendu comporte à la fois des décisions d'achats et de ventes.*

Observation de la mission : *La caisse ne contredit en rien le constat de la mission. Rédaction maintenue.*

[167] La réunion de janvier de l'année N fournit des détails sur les orientations de l'année N.

[168] Il n'est pas fait état dans les comptes-rendus de débats ou de questions sur les placements de la part des administrateurs. Aussi les comptes rendus représentent-ils tout au plus un relevé, au demeurant partiel, de décisions.

Réponse de l'organisme : *La Commission de Placements examine toujours au préalable des décisions, le reporting de la gestion directe et des différents fonds. Cet examen conduit la Commission à décider une surveillance de certains fonds ou même leur vente.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission, qui constate que les comptes-rendus des commissions de placements ne permettent pas de connaître la teneur des débats.*

[169] En pratique, la commission des placements prend ses décisions d'achat ou de vente après examen des propositions des services de la caisse, qu'elle retient la plupart du temps. Les données de risque qui devraient être déterminantes dans les décisions n'apparaissent pas dans les comptes-rendus.

Réponse de l'organisme : *Les décisions de la Commission de Placements sont en général prises, après discussion, par consensus, ce qui fait qu'aucun vote n'apparaît au compte rendu.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission, qui insistait sur l'absence de prise en compte des données de risque dans les décisions de la commission de placements.*

Tableau 6 : Sujets à l'ordre du jour des commissions des placements

Séance	Compte-rendu des activités de placement	Données de risque	Données sur les frais de gestion	Gestion mobilière	Informations sur le portefeuille	Mention de discussions sur les placements
27 janvier 2006	■	□	□	■	■	□
24 février 2006	■	□	□	■	■	□
17 mars 2006	■	□	□	■	■	□
21 avril 2006	■	□	■	■	■	□
19 mai 2006	■	□	□	■	■	□
16 juin 2006	■	□	■	■	■	□
22 septembre 2006	-	-	-	-	-	-
13 octobre 2006	■	□	□	■	■	□
17 novembre 2006	■	□	□	■	■	□
15 décembre 2006	■	□	□	■	■	□
26 janvier 2007	■	□	□	■	■	□
13 avril 2007	■	□	□	■	■	□
15 juin 2007	■	□	□	■	■	□
20 septembre 2007	■	□	□	■	■	□
16 novembre 2007	■	□	■	■	■	□
25 janvier 2008	■	□	□	■	■	□
18 avril 2008	■	□	■	■	■	□
20 juin 2008	■	□	■	■	■	□
21 novembre 2008	■	□	□	■	■	□
23 janvier 2009	■	□	□	■	■	□
24 avril 2009	■	□	□	■	■	□

19 juin 2009	■	□	□	■	■	□
18 septembre 2009	Simple approbation du compte rendu précédent					
20 novembre 2009	■	□	□	■	■	□
29 janvier 2010	■	□	□	■	■	□
16 avril 2010	■	□	■	■	■	□
18 juin 2010	■	□	■	■	■	□
19 novembre 2010	■	□	□	■	■	□
21 janvier 2011	■	□	□	■	■	□
29 avril 2011	■	□	□	■	■	□
17 juin 2011	■	□	□	■	■	□
16 septembre 2011	■	□	□	■	■	□
18 novembre 2011	■	□	□	■	■	□

Source : Mission IGAS d'après données CARMF. Un ■ signifie que le sujet a été évoqué ; un □ signifie que le sujet n'était pas à l'ordre du jour.

Recommandation n°9 : Les comptes-rendus des conseils d'administration et des commissions des placements doivent être revus afin de retranscrire les principaux débats, notamment ceux qui ont lieu sur les placements financiers.

3.1.2. Les décisions des administrateurs ne sont pas éclairées

3.1.2.1. Les éléments de décision en matière immobilière ne sont ni adaptés, ni suivis

[170] Les informations fournies aux administrateurs consistent en une description du bien et les principaux chiffrages de coûts et / ou de loyers. Il semble que le déterminant du choix des administrateurs soit le taux de rendement interne (voir annexe 5).

Réponse de l'organisme : *Le taux de rendement interne n'est utilisé que pour estimer la rentabilité des immeubles détenus en portefeuille, pour permettre une comparaison avec celle des valeurs mobilières, ou en cas de vente (avec différentes hypothèses de prix de vente).*
Il n'est pas utilisé lors des acquisitions où seul le rendement (loyer/prix) est utilisé, entre autres indicateurs.

Observation de la mission : *Les conditions de l'acquisition du domaine MONTBOUSQUET démontrent très exactement le contraire. La mission a ainsi établi, **sans être contredite par la caisse**, qu'elle avait justifié, dans sa lettre au Ministre du 27 février 2012, que le rendement attendu devait inclure les plus-values potentielles. Mieux encore, un document interne précise que «* si le rendement annuel demeure faible en raison d'un prix de fermage fixé par l'administration, l'intérêt financier d'un investissement viticole doit s'apprécier sur le long terme sous forme de taux de rendement interne ».

[171] La mission s'interroge sur le suivi qui est ensuite effectué de ce taux de rendement, dont il n'est pas fait mention dans les documents de compte-rendu mis à sa disposition.

[172] Ces comptes-rendus ne font pas ou très peu mention de discussions – souvent résumées par la formule lapidaire *« le conseil décide »* ou pour les décisions moins consensuelles par le résultat du vote – autour des placements immobiliers, qui ne sont par ailleurs pas discutés en commission des placements.

[173] Or, sur la période contrôlée, la politique immobilière a beaucoup évolué, à la faveur d'une diversification vers la pierre-papier, sur des produits de plus en plus complexes mais pour lesquels aucune information sur les risques n'est disponible pour les administrateurs.

Réponse de l'organisme : *Depuis début 2011, les fiches de présentation des fonds immobiliers font notamment référence au type de risques gérés par ces fonds (Core, Core +, Value Added ou « Opportunistic ») en référence à un document détaillant les différentes caractéristiques (nature juridique, type de capital, couple rendement-risque, durée de vie, etc…) des fonds immobiliers présentés au Conseil d'Administration du 18 juin 2011.*
Par ailleurs, il est prévu qu'une proposition stratégique reprenant 3 grands types de critères de sélection doit faire l'objet d'une présentation à un prochain Conseil d'Administration pour discussion et validation afin de pouvoir reprendre les analyses de prises de participation dans des fonds à partir du 2ème trimestre 2013. Ces trois types de critères sont détaillés ci-après :
■ caractéristiques du fonds (fonds ouvert ou fonds fermé, durée du fonds, typologie de risque, nature juridique et fiscale, effet de levier, …),
■ stratégie du fonds et coût financier (typologie d'actifs, positionnement immobilier, niveau des honoraires, …),
■ références du gestionnaire (montant global des actifs gérés, ancienneté, composition des équipes, alignement d'intérêt, …).

Observation de la mission : *La mission se félicite de l'effort de formalisation engagé par la caisse.*

[174] Certaines propositions, qui n'ont finalement pas donné lieu à un investissement, apparaissent particulièrement risquées dans leur contenu, comme celle proposée par la société AXA reproduite ci-dessous et pour laquelle le filtre des services est insuffisant au regard des exigences posées par le règlement financier :

	EUROPEAN ADDED VALUE FUND (EAVF)	REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND II (REPE 2)	ALTERNATIVE PROPERTY INCOME VENTURE (APIV)
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

« Après un débat, le Conseil décide d'acquérir des parts du fonds European Added Value Fund (EAVF) pour un montant de 10 000 000 € et, dans l'hypothèse où les négociations concernant le projet d'investissement de l'immeuble situé 106/108, rue de la Boétie à Paris 8ème n'aboutiraient pas, de souscrire également 20 000 000 € dans le fonds Alternative Property Income Venture (APIV) »
Source : CARMF – conseil d'administration du 17 juin 2006

[175] Concernant le suivi des décisions, les comptes-rendus ne mentionnent pas de bilan de la politique suivie, si ce n'est dans le cadre du rapport de la commission des comptes, ce bilan succinct portant d'ailleurs uniquement sur les coûts de fonctionnement et la rentabilité.

[176] Il serait pertinent que des tableaux synthétiques sur les achats et les ventes soient mis à la disposition des administrateurs, comprenant des données de rendement mais aussi de risque (contentieux, taux d'occupation, etc.). Les administrateurs doivent aussi être en mesure de s'assurer que les décisions prises lors des conseils d'administration précédents ont bien été mises en œuvre comme prévu, ce qui n'est pas le cas si l'on se fie aux comptes-rendus des séances.

Réponse de l'organisme : *Aux différents Conseils d'Administration d'avril, il est systématiquement présenté un détail de différents éléments par immeuble, notamment des taux d'occupation, des T.R.I prévisionnels ainsi que des recettes locatives de l'exercice. Depuis fin 2011, il est présenté au Conseil d'Administration de début d'année la synthèse de l'activité de l'exercice précédent faisant apparaître l'ensemble des éléments liés aux achats et aux ventes d'actifs.*
Par ailleurs, dans le cadre des Conseils d'Administration, les Administrateurs sont régulièrement informés de l'évolution et de l'issue des décisions prises en matière d'investissements.

Observation de la mission : *L'observation de la mission portait sur l'absence de document synthétique (et non sur l'absence de document détaillé).*

3.1.2.2. La commission des placements est noyée sous un flot d'informations inexploitables

[177] Les documents de travail mis à disposition des participants sont trop nombreux et mal ciblés. Par exemple, pour la réunion du 18 novembre 2011, les administrateurs 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 (voir l'annexe 6) :
    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 »*[19] ;
    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).

[19] Amundi Actions Emergents (part P).

- des points spécifiques, par exemple un point sur le portefeuille d'obligations convertibles (voir Annexe 7). Le jargon utilisé dans la note apparaît difficilement compréhensible pour un administrateur non formé (voir *infra*) ;
- 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 Etat allemand 10 ans -1990-2012)
  - Taux allemand à 10 ans (1990-2011)
  - Taux allemand à 30 ans (1197-2011)
  - Taux US à 10 ans (1987-2011)
  - 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) :
  - actions zone euro gérées en direct
  - fonds France
  - fonds dédiés investis sur la zone euro
  - fonds Europe
  - fonds dédiés investis sur la zone US
  - fonds Berkshire Hathaway
  - fonds investis au Japon
  - fonds CG actions Asie-hors japon
  - fonds dédiés gérés par V. Martet (gestionnaire de fonds)
  - fonds investis en Europe de l'Est
  - fonds Amundi funds latin america equities

  - fonds RMF grandse valeurs long terme
  - fonds dédiés obligataires
  - fonds investis en obligations convertibles
  - fonds d'obligations indexées sur l'inflation
- la structure du portefeuille avec l'état détaillé des placements ;
- le reporting de la gestion directe actions.

Réponse de l'organisme : *Les documents transmis aux membres de la Commission sont des documents de référence auxquels les administrateurs peuvent se reporter en cas de besoin ou de question particulière.*
Seuls quelques documents font l'objet d'une présentation (avec projection de transparents) et d'une discussion :
- reporting des principaux fonds,
- tableau des propositions d'achats ou de ventes,
- fiches individuelles des produits proposés à l'achat.
Concernant le troisième point, sur le portefeuille d'obligations convertibles, la note évoquée a fait l'objet d'une présentation orale permettant de fournir les explications techniques à la bonne compréhension du mécanisme de couverture envisagé.

Observation de la mission : *La caisse ne contredit en rien l'analyse de la mission.*

[178] 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.

Réponse de l'organisme : *Les administrateurs sont détenteurs de toutes les fiches des fonds déjà détenus en portefeuille mentionnant notamment la volatilité et les frais de gestion.*

Observation de la mission : *Les fonds ne sont systématiquement fichés qu'à leur entrée en portefeuille. Le suivi des fonds, et en particulier des indicateurs de risque associés, est de ce point de vue défaillant. La mission maintient ses observations.*

[179] Seuls les documents de présentation des nouveaux investissements mentionnent les risques (volatilité) et les frais de gestion. Aucun bilan consolidé des frais n'est présenté (voir *infra*).

Recommandation n°10 : Les services doivent proposer un dossier préparatoire à la commission des placements ne contenant que les documents utiles à la discussion et à la préparation des décisions.

Recommandation n°11 : Un tableau récapitulatif devrait permettre un véritable suivi des opérations en cours, des opérations annulées et des nouvelles opérations.

Recommandation n°12 : Un tableau récapitulatif des écarts entre l'allocation stratégique et sa mise en œuvre infra-annuelle devrait être fourni aux administrateurs.

3.1.2.3. La formation des organes délibérants est insuffisante

[180] Les documents mis à la disposition de la mission montrent que ni les délégués, ni surtout les administrateurs, ne sont formés aux sujets comptables et financiers. Tout au plus peut-on parler d'information des membres des organes délibérants.

[181] En début de mandat, les délégués reçoivent une information générale lors de laquelle la gestion financière et la composition du portefeuille sont simplement abordées. Les placements sont présentés en assemblée générale et font régulièrement l'objet de points d'actualité, comme le montrent les documents projetés lors de l'assemblée générale du 17 septembre 2011. Sont présentés des taux de rendement comparés, sans que la notion de risque ne soit évoquée.

[182] La caisse considère que le séminaire des administrateurs de Bordeaux du 12 mai 2012 a constitué une action de formation des administrateurs. Plusieurs présentations ont eu lieu lors de ce séminaire :

1. un conseiller en investissement financier a présenté les principes de l'allocation d'actifs, sans faire de lien avec la contrainte de passif de la caisse (approche de type frontière efficiente de Markowitz, c'est-à-dire avec un actif n'interagissant pas avec le passif). Il propose une revue succincte des actifs de la CARMF ;
2. le directeur a présenté divers indicateurs de performance du portefeuille détenu par la caisse (avec comparaison avec divers indices de référence). Il a par ailleurs présenté les projections de flux techniques des régimes ASV et complémentaire, sans que les documents fournis ne montrent de relation avec l'allocation d'actifs retenue ;
3. un administrateur membre de la commission des placements présente certains des principaux indices de marché (CAC 40, Eurostoxx 50, S&P 500, etc…) en insistant sur la différence entre indices avec dividende réinvesti et sans dividende réinvesti.

Réponse de l'organisme : *L'ordre du jour de cette réunion portait sur l'allocation stratégique d'actifs et la notion de risque a bien été abordée à la demande de plusieurs administrateurs.*

Observation de la mission : *La réponse de la caisse, en particulier le fait que plusieurs administrateurs aient ressenti le besoin d'aborder le sujet du risque, démontre tout l'intérêt qu'aurait eu une présentation sur les risques et les indicateurs associés (et sur leurs limites).*

[183] Au final, les documents fournis ne permettent pas d'affirmer que les administrateurs ont reçu une formation minimale en matière comptable, ni financière : nature des instruments financiers, réglementation afférente, risques particuliers portés et mesures de ce risque (volatilité, VaR, autres indicateurs etc…), pratiques de marché…

Réponse de l'organisme : *Le seul examen des supports de formation ne permet pas de porter un jugement sur le déroulement et la qualité d'une formation.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond en rien à l'observation de la mission, qui est maintenue : aucun élément ne permet d'affirmer que les administrateurs ont reçu une formation minimale en matière comptable et financière.*

[184] La mission est bien consciente que les administrateurs de la caisse ne peuvent pas être des spécialistes des marchés financiers. Néanmoins, l'absence de formation comptable et financière d'une qualité minimale ne leur permet pas de porter un œil critique sur la gestion des placements. Les documents de *reporting* qui leur sont fournis avant chaque commission sont inadaptés et ne peuvent pas être exploités par les administrateurs (voir *supra*).

Recommandation n°13 : Entreprendre des actions de formation à destination des administrateurs.

3.1.3. La notion de risque est absente des débats

[185] La mission constate que la présentation des investissements mobiliers n'est faite que sous l'angle de la performance et que la notion de risque n'est jamais présente dans les procès verbaux des commissions de placement ou des conseils d'administration. La seule mention qui est reproduite année après année dans les comptes rendus de conseil d'administration est la suivante : « [L'] *allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %)* ». La notion de risque maîtrisé peut prêter à discussion (voir *supra* chapitre 2.3.4).

Réponse de l'organisme : *L'allocation stratégique est définie en fonction d'un objectif de rendement et de risque associé. D'un point de vue théorique, pour un niveau de risque maximum accepté, l'allocation doit maximiser le rendement, c'est-à-dire qu'elle doit se situer sur la frontière efficiente de Markowicz. En l'occurrence, la « value at risk » apparaît comme le meilleur indicateur de niveau du risque pour un portefeuille global.*
C'est d'ailleurs, même si les paramètres sont différents, celui utilisé en assurance dans le cadre de la directive SOLVABILITE 2. La Mission le critique, mais n'en propose pas d'autre.

Observation de la mission : *L'utilisation de la VaR peut faire l'objet de critiques s'agissant de son usage dans le cadre de la directive Solvabilité II. En particulier, cet outil, d'origine bancaire et conçu pour modéliser le risque d'illiquidité plutôt que le risque d'insolvabilité, ne s'avère pas aussi adapté qu'initialement escompté pour des risques de long terme. Il est d'ailleurs envisagé par les instances européennes de surseoir à son application pour les sociétés d'assurance vie, c'est-à-dire gérant le plus souvent des risques longs.*
Son utilisation impose en outre des compétences et une logistique dont la caisse ne dispose pas.
La mission rappelle que l'objet social d'une caisse de retraite est le service de rentes, et que la gestion des actifs financiers n'en est que l'accessoire. Cela permet d'invalider par avance tout modèle d'allocation d'actifs conçu sans lien avec le passif, comme cela est le cas pour la théorie du portefeuille optimal de Markowitz.
Il existe par ailleurs d'autres modèles tenant compte à des degrés divers du passif : adossement total ou partiel, portefeuille de Leibowitz etc…

[186] Les orientations tactiques sont présentées chaque année au mois de janvier dans des termes qui traduisent des expositions au risque importantes, sans pour autant que les administrateurs puissent bien en prendre conscience, en raison du recours à un verbiage technique inaccessible, comme le montrent les deux extraits de conseil d'administration suivants :

- *« A l'instar de la décision de création d'un fonds de couverture sur les fonds dédiés de taux fixe et au regard de la baisse des rendements réels observée en 2009, il semble opportun de mettre en place un projet similaire adossé aux fonds dédiés investis en obligations indexées sur l'inflation. Une gestion active et protectrice de la sensibilité de cette poche d'actifs permettra de gérer le risque de destruction en conséquence d'une remontée des rendements réels.*
  La mise en place de ces fonds s'effectuera au détriment de positions monétaires pour permettre les interventions sur les marchés dérivés.
  Le portefeuille conservera son exposition crédit au travers des émissions d'entreprises, détenues dans les OPCVM dédiés et ouverts, et via les fonds de convertibles. Par ailleurs, un intérêt sera porté sur les gestions dites à performance absolue, bénéficiant d'une gestion dynamique et opportuniste » (conseil d'administration du 30 janvier 2010) ;

- *« Le profil en « tôle ondulée » des marchés obligataires avec un biais à la pentification face aux pressions inflationnistes, milite pour la poursuite d'une gestion active de la duration en 2008 pour les portefeuilles à taux fixe. Le rendement monétaire à 4 % voire à 3,50 % si la BCE accompagnait la Fed face à un ralentissement économique marqué aux Etats-Unis, demeure rémunérateur dans l'attente de fenêtres d'achat vraiment attrayantes (taux réel autour de 2,50 % à 10 ans exprimé par les OAT indexées sur l'inflation). Face à un risque d'extension très contenue des indices boursiers, le poste en obligations convertibles fera encore l'objet d'une demande de mobilité des positions adressée aux gérants délégués. L'idée serait de diversifier l'exposition via des obligations à haut rendement lorsque le marché du crédit se sera stabilisé et, opportunités, des produits structurés. Enfin, la volatilité de retour sur les marchés financiers offre à la gestion alternative la matière à exploiter pour générer de la performance en décorrélation intéressante avec le taux fixe et les obligations convertibles. Si l'obligataire d'Etat est protecteur quand les marchés d'actions sont moroses, les rendements nominaux d'aujourd'hui demeurent faibles dans une perspective à moyen terme d'où la recherche d'une diversification destinée à lisser la volatilité de la poche obligataire.»* (conseil d'administration du 26 janvier 2008).

Réponse de l'organisme : *Les extraits mentionnés par la Mission sont ceux du rapport d'orientation sur la politique de placement qui résument la présentation et les motivations des différents choix : A la lecture, les choix et leurs motivations n'apparaissent pas « inaccessibles ». On peut en retenir deux éléments qui répondent au souci de maîtriser le risque :*
- la création d'un fonds de couverture pour les obligations indexées sur l'inflation (CA du 30 janvier 2010),
- la recherche d'une diversification destinée à lisser la volatilité de la partie obligataire (CA du 26 juin 2008).

Observation de la mission : *Comme le rappelle la caisse sous [14],* « on ne peut pas demander à des médecins d'être des spécialistes de la gestion financière ».
Le souci de maîtrise du risque allégué par la caisse apparaît en outre peu évident, le fonds de couverture se substituant à des actifs monétaires, c'est-à-dire en principe sûrs ; la diversification se faisant via l'investissement en obligations à haut rendement, c'est-à-dire à haut risque, en substitution d'actifs plus sûrs.

[187] Pour les actions, la mission considère que les termes employés par la direction pourraient donner aux administrateurs une fausse impression de sécurité, comme le montre l'extrait suivant du conseil d'administration du 26 janvier 2008, incitant à investir sur des instruments à risque élevé ou très élevé :

[188] *« Dans ce cadre, les investissements resteront concentrés sur les actions avec la poursuite de la diversification internationale (investissements sur les pays émergents). Les positions sur les matières premières et l'énergie seront renforcées. Par ailleurs, une partie de l'investissement net à réaliser sur les actions sera effectuée sur un ou plusieurs fonds thématiques. Il conviendra également de renforcer l'investissement en valeurs non cotées (private equity) à des niveaux de prix plus intéressants en raison des restrictions de crédit. Enfin, fait nouveau, un investissement en fonds de gestion alternative Long/Short actions est préconisé en début d'année compte tenu du manque de visibilité actuel ».*

Réponse de l'organisme : *Dans le cadre de l'allocation stratégique (majoritairement actions), ces propositions d'allocation tactique tenaient compte de la situation des marchés début 2008 et des perspectives respectives des actions et des obligations.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission, qui portaient sur la fausse impression de sécurité que les termes employés pouvaient donner aux administrateurs.*

3.1.4. Les instances de contrôle ne jouent pas leur rôle

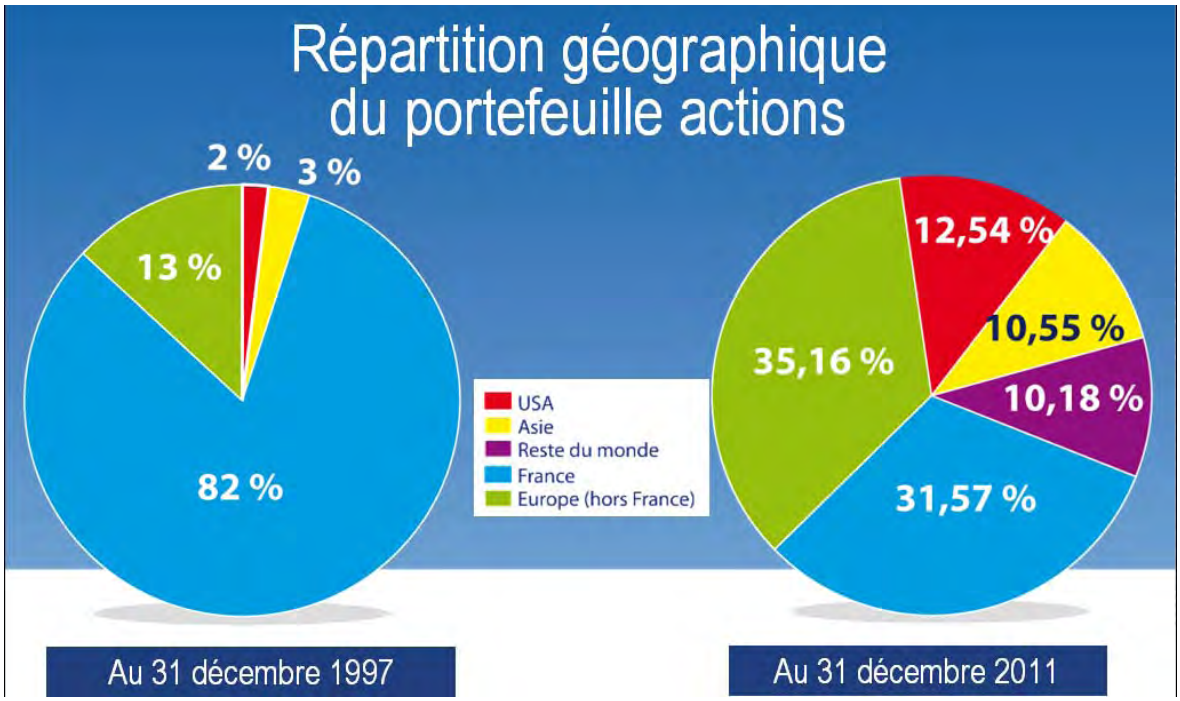
[189] Les organes délibérants, y compris la commission de contrôle des comptes, se reposent de manière aveugle sur les services de la caisse :

- aucune mention n'est faite dans les documents d'un contrôle de la réalisation de l'allocation stratégique alors même que la mission a établi que l'allocation de 1996 n'était plus respectée (voir *supra*) ;
- la ventilation des actifs par catégorie réglementaire (voir *infra*) n'a jamais été vérifiée ;
- le risque de change supporté par la caisse implicitement affiché par les services ne suscite aucune question : or, des investissements aux Etats-Unis ou en Asie (comme ceux présentés dans le graphique ci-dessous) portent nécessairement un risque de change.

Réponse de l'organisme : *Le Conseil ou la Commission de Placements n'ont pas pour rôle de contrôler les décisions de la Caisse mais de définir les orientations et de décider des investissements. La composition du portefeuille est communiquée régulièrement aux administrateurs. Quant à la ventilation des actifs, elle est suivie régulièrement par l'Agent Comptable.*
La question du risque de change est effectivement importante. Plutôt qu'une couverture ou une non couverture systématique, le Caisse a choisi de couvrir ponctuellement certains fonds du portefeuille et des décisions ont été prises dans ce sens par la Commission de Placements.

Observation de la mission : *L'article R. 641-5 du code de la sécurité sociale dispose : « Le directeur assure le fonctionnement de la section ou du groupe de sections* ***suivant les directives et sous le contrôle du*** *ou des* ***conseils d'administration*** *».*
Cette réponse est l'indice d'un dysfonctionnement manifeste du conseil d'administration susceptible de justifier l'intervention de la tutelle.
Le sujet de la couverture en change va bien au-delà de celui d'une couverture ponctuelle : doit-il s'agir d'une couverture dynamique – et en ce cas, dans quelle mesure la couverture remplit-elle son rôle ? – ou bien d'une couverture statique – et en ce cas, comment mettre en place une telle couverture ?

Schéma 2 : Répartition géographique du portefeuille actions



Source : CARMF, Présentation du directeur au séminaire de mai 2012

[190] À ce titre, l'appui technique de la personne en charge du contrôle interne aurait pu utilement être recherché si son existence avait été connue de ces instances ; de même que le recours à un audit externe, dont la trace la plus récente date de 2002 (placements immobiliers).

3.2. La comptabilité est améliorable

[191] Comme indiqué *supra*, la caisse gère six régimes auxquels s'ajoute un fonds d'action sociale :

- le régime de base, dont le risque est porté par la CNAVPL, est géré administrativement par la CARMF. Les opérations afférentes à ce régime sont donc comptabilisées dans un compte de tiers et ne figurent par conséquent pas dans les comptes de la caisse ;
- le régime complémentaire obligatoire (RCO) ;
- le régime des avantages sociaux vieillesse (ASV) des médecins ;
- le régime couvrant les risques invalidité et décès (ID) ;
- le régime de préretraite, en voie d'extinction, porté par la CNAMTS pour lequel les opérations sont retracées en comptes de tiers ;

- le régime de retraite complémentaire facultatif CAPIMED, soumis aux dispositions du code de la mutualité en application de l'article L. 644-1 du code de la sécurité sociale.

[192] Les comptes présentés par la CARMF retracent les opérations des régimes RCO, ASV et ID. Ils ne sont pas certifiés par un commissaire aux comptes : il n'existe pas d'obligation réglementaire en la matière et le conseil d'administration n'a pas souhaité s'engager sur la voie d'une certification au regard des coûts engendrés.

3.2.1. La caisse devrait justifier les règles comptables qu'elle suit

[193] L'annexe aux comptes de la caisse débute par l'énoncé des règles comptables qu'elle estime applicables : « *la présentation des comptes annuels est établie suivant les dispositions du plan comptable unique des organismes de Sécurité sociale [PCUOSS] publiées au Journal officiel du 15 décembre 2001 et mentionné à l'article L.114-5 du Code de la Sécurité sociale* ». Or les textes visés ne concernent que le régime de base. Ce n'est donc pas le PCUOSS mais le plan comptable général (PCG) que devrait, en toute rigueur, adopter la caisse. Il est cependant probable que la nature de l'activité de la caisse rende plus pertinente l'application des règles du PCUOSS plutôt que celles du PCG. Il conviendrait alors de justifier les écarts en annexe.

Réponse de l'organisme : *Le plan comptable unique des organismes de Sécurité sociale (PCUOSS) est imposé par la CNAVPL dans sa relation avec la Mission Comptable (MCP/DSS), pour le régime de base et les régimes complémentaires ; la circulaire N° DSS/MCP/2010/347 du 20/09/2010 ayant pour objet les modalités d'application du PCUOSS et faisant référence aux articles L.114-5 et D.114-4-1 du CSS définit l'organisme comme terme générique pouvant être "une branche" , "un régime" ,"caisse" ou "section" "assurant en tout ou en partie la gestion d'un régime obligatoire d'assurance"....."vieillesse"...*
Par ailleurs le Mémento Francis Lefebvre comptable 2012 (référence 230-11-7) précise bien que ce plan comptable unique est applicable aux organismes d'assurance vieillesse des professions libérales (même secteur professionnel et même branche).

Observation de la mission : *L'observation de la mission ne portait pas sur la pertinence du choix de règles comptables mais sur sa documentation.*
La caisse aurait au demeurant pu faire observer que l'article D. 623-4 du code de la sécurité sociale, qui renvoie à l'article D. 611-22, qui mentionne lui-même les articles D. 114-4-1, D 114-4-2 et D. 114-4-4, implique l'application du PCUOSS. Il est vrai que la caisse devrait alors documenter les écarts avec les adaptations portées au PCUOSS par la caisse nationale du Régime social des indépendants.
La mission maintient donc sa rédaction.

[194] Par ailleurs, les actions et obligations détenues en direct sont comptabilisées comme des immobilisations financières. Toutefois, en raison de leur rotation relativement fréquente, les plus ou moins values réalisées sur ces titres sont ventilées comme des produits financiers et non comme des produits exceptionnels (comme l'impose en principe le PCUOSS). Ainsi, même s'il est possible de les comptabiliser comme des titres immobilisés de l'activité de portefeuille et non comme des immobilisations de droit commun, la réalisation de plus ou moins values devrait entraîner un mouvement des comptes 77 (pour les plus values) ou 67 (pour les moins values). Or ces comptes alimentent le résultat exceptionnel et non le résultat financier.

Réponse de l'organisme : *Effectivement les plus ou moins values sur le portefeuille-titres sont comptabilisées en comptes financiers (N° 667 ou N° 767), "en raison de leur rotation relativement fréquente" comme la mission l'a noté ; ce schéma d'écriture comptable est appliqué par les sections de la CNAVPL, les comptes sont consolidés ainsi et transmis par la CNAVPL à la Mission Comptable (MCP/DSS) sous cette forme, qui privilégie la nature financière de ces opérations au détriment des comptes exceptionnels. La CARMF pourrait préciser cette présentation comptable dans l'annexe de ses comptes.*

Observation de la mission : *Vu.*

[195] Il apparaît toutefois que la comptabilisation retenue par la caisse est justifiée dans le sens où elle donne une image plus sincère des comptes et de son activité. La mission estime donc que l'effort de la caisse devrait porter sur une justification de ces pratiques dérogatoires des règles comptables usuelles.

Recommandation n°14 : Justifier dans l'annexe aux comptes les pratiques dérogatoires au PCG ou au PCUOSS.

[196] La caisse comptabilise à son passif des « provisions techniques vieillesse » parmi ses fonds propres. Au 31/12/2011, ces « provisions techniques vieillesse » représentaient 4 229,2 M€ sur les 5 022,8 M€ de fonds propres de la CARMF.

[197] Cette présentation n'est conforme ni au PCG, ni au PCUOSS. En effet, seules les provisions réglementées[20] du PCG et du PCUOSS doivent être ventilées comme fonds propres (article 434/1 du PCG).

[198] Surtout, le vocable même peut induire les affiliés en erreur en leur faisant croire que la caisse constitue des provisions techniques couvrant intégralement ses engagements de retraite[21], alors qu'il ne s'agit en fait que des excédents techniques passés capitalisés.

Réponse de l'organisme : *Le Conseil d'Administration a souhaité, lors de la réforme de 1996, employer le terme « provisions » plutôt que « réserves », pour montrer justement que ces sommes n'étaient pas de simples excédents non affectés, mais servaient à couvrir les engagements de retraite, dans le cadre d'une « répartition provisionnée », même si cette couverture n'est que partielle. Cette notion a été définie dans les statuts du régime complémentaire (article 3), approuvés par arrêté.*

Observation de la mission : *Ces excédents ne couvrent pas – même partiellement – des engagements de retraite, car les affiliés ne bénéficient pas d'un rang de créance hypothécaire privilégié garantissant leurs droits : il n'existe pas de comptabilité d'affectation distincte et légalement cantonnée. Il apparaît ainsi que ces réserves pourraient être mobilisées en tant que de besoin afin de payer l'indemnité de licenciement d'un salarié, ou bien la rente d'un adhérent au régime CAPIMED, qui bénéficie d'un privilège sur l'actif de la caisse organisé par l'article L. 212-23 du code de la mutualité.*

Recommandation n°15 : Remplacer le vocable ambigu de « provisions techniques de retraite » par celui de « réserves » conformément au PCUOSS.

3.2.2. La caisse devrait comptabiliser certains engagements hors bilan

[199] La CARMF détient directement des obligations convertibles et des fonds communs de placement à risque (FCPR). Ces placements comportent des composantes optionnelles ou à terme qui devraient être comptabilisées hors bilan pour un montant global de l'ordre de 15 M€ pour les obligations convertibles et de 28 M€ pour les FCPR.

Réponse de l'organisme : *La situation est différente pour les obligations convertibles et les FCPR. Les obligations convertibles sont des entités juridiques qui forment un tout. Même si on peut décomposer le prix en une partie obligataire et une partie optionnelle, on ne peut pas acheter ou vendre séparément les deux parties. Intégrer l'option en hors bilan reviendrait à la comptabiliser deux fois.*

[20] Les provisions réglementées sont « *comptabilisées en application de dispositions légales* » (PCG, art. 441/14). La base légale fait ici défaut.

[21] Les provisions techniques existant dans le plan comptable des organismes assureurs (sociétés d'assurance et mutuelles) sont d'une nature radicalement distincte de celle des fonds propres : les premières matérialisent de manière comptable les engagements envers les assurés alors que les secondes matérialisent les engagements des actionnaires ou sociétaires de l'organisme assureur. Il apparaît qu'une telle distinction ne fait pas sens dans le cas d'une caisse de retraite obligatoire.

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas en quoi établir un tableau décrivant les engagements donnés et reçus par la caisse au titre de la détention d'obligations convertibles revient à les comptabiliser deux fois.*

Réponse de l'organisme : *Pour les FCPR, il y a effectivement un engagement initial global, mais en pratique, les fonds ne son pas appelés à 100 % et font l'objet de remboursements avant leur terme.*

Observation de la mission : *Il convient donc d'établir en annexe aux comptes un tableau décrivant leur situation.*

Recommandation n°16 : Comptabiliser hors bilan les engagements reçus ou donnés lors de l'utilisation de produits financiers comprenant des instruments financiers à terme intégrés.

3.2.2.1. La caisse reçoit et donne des engagements au travers d'obligations convertibles

[200] Les obligations convertibles, même simples (voir annexe 8), comprennent par définition une option de conversion qui devrait être décrite en annexe aux comptes.

Réponse de l'organisme : *Les obligations convertibles sont des entités juridiques qui forment un tout. Même si on peut décomposer les provisions en une partie obligataire et une partie optionnelle, on ne peut pas acheter ou vendre séparément les deux parties. Inscrire l'option en hors bilan reviendrait à la comptabiliser deux fois.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas en quoi établir un tableau décrivant les engagements donnés et reçus par la caisse au titre de la détention d'obligations convertibles revient à les comptabiliser deux fois.*

[201] Ainsi, au 31 décembre 2011, la caisse détenait 8 obligations convertibles, comme le retrace le tableau suivant :

Tableau 7 : Les obligations convertibles détenues par la caisse au 31/12/11

Titre	Nombre de titres	Valeur nominale	Valeur de remboursement	Valeur brute	Valeur sous-jacent		Synthétique [22]	Option de rachat	Taux de coupon
					31/12/2011	Lors de l'achat			
AIR FRANCE	107 000	20,50	20,50	22,96	3,973	15,64	oui	oui	2,75 %
AXA	7 300	165,50	269,16	231,14	10,045	12,261	non	oui	3,75 %
EURAZEO DANONE	8 700	45,25	45,25	58,81	48,57	49,554	oui	non	6,25 %
ARTEMIS VINCI	37 000	51,12	51,12	57,32	33,76	42,478	oui	non	4,25 %
PUBLICIS	67 000	27,90	27,90	38,52	35,545	36,611	non	oui	3,125 %
UNIBAIL RODAMCO	2 500	146,36	146,36	185,50	138,90	134,975	non	oui	3,50 %
CAP GEMINI	51 000	34,00	34,00	43,74	24,145	37,772	non	oui	4,45 %
PEUGEOT	96 000	25,10	25,10	32,87	12,110	24,38	non	oui	3,50 %

Source : Mission IGAS sur données CARMF. La valeur du sous-jacent est le cours de bourse au 31/12/2011. Valeurs en €. L'option de rachat ici mentionnée est à l'initiative de l'émetteur de l'obligation convertible. La valeur brute est la valeur moyenne d'achat de l'instrument.

[202] Toutes les obligations détenues par la caisse sont aujourd'hui hors la monnaie (c'est-à-dire avec un comportement obligataire), voire très hors la monnaie, alors qu'elles étaient dans ou à la monnaie (comportement actions) lors de leur acquisition. Elles présentent presque toutes une option permettant, généralement sous conditions, à l'émetteur de rembourser par anticipation l'obligation convertible. Cette option concerne des obligations détenues pour une valeur brute de 15,2 M€ et une valeur de réalisation de 13,3 M€.

[203] L'option de remboursement anticipée a d'ailleurs été exercée courant 2012 s'agissant de l'obligation AIR FRANCE.

[204] Les engagements donnés et reçus peuvent par ailleurs être plus complexes, l'obligation AXA 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.

[205] Inversement, la caisse peut avoir reçu un engagement de remboursement anticipé : l'obligation AIR FRANCE pouvait être remboursée à des dates prévues à l'avance (option bermudéenne) sur demande du porteur.

[22] On considère qu'une obligation convertible en actions est synthétique lorsque les émetteurs des actions et de l'obligation sont des personnes juridiques distinctes.

Réponse de l'organisme : *Lors de l'acquisition des obligations convertibles, la CARMF en connait toutes les caractéristiques, dont l'éventualité d'un remboursement au gré de l'émetteur ou du porteur, tout comme s'agissant d'obligations d'entreprises d'une façon générale.*

Observation de la mission : *La mission n'insinue en rien que ces caractéristiques seraient inconnues de la caisse.*

Réponse de l'organisme : *Le passé obligataire a connu les emprunts « à fenêtre » donnant des droits à l'émetteur et au porteur.*

Observation de la mission : *Ces titres comprenaient donc une composante optionnelle.*

3.2.2.2. Les engagements liés à la détention de Fonds commun de placement à risque s'élevaient fin 2011 à 28 M€

[206] La caisse a souscrit à 9 FCPR détenant sur elle un engagement de versements futurs au 31/12/2011. Cet engagement n'est pas ferme : certains ne sont en pratique pas appelés mais il n'en demeure pas moins que les engagements maximaux s'élevaient au 31/12/2011 à 28,4 M€ qui devraient être comptabilisés hors bilan (comme engagements donnés).

Réponse de l'organisme : *Les sommes restant à investir sur les FCPR sont difficiles à suivre précisément, certains gérants eux-mêmes ne sachant pas, en cas de remboursement (désinvestissement) durant la vie du fonds, si ces sommes seront réinvesties ; on ne peut donc informer que sur des engagements estimés ou maximum ; l'Agent comptable communique cette information, extra-comptablement (globalement et en détail par support) à chaque commission de placements.*
En outre, le montant des engagements sur les FCPR au 31/12/2011, estimé à 28 millions d'euros représente moins de 1 % des placements et ne semble donc pas une information pertinente aux utilisateurs des comptes de la CARMF. L'Autorité des normes comptables (ANC) recommande de cibler l'information susceptible d'être utile aux lecteurs des comptes dans le but d'alléger le poids des annexes comptables des entreprises.

Observation de la mission : *Vu.*

Tableau 8 : Engagements pris par la CARMF fin 2011 au titre des FCPR détenus

FCPR	Engagement au 31/12/2011 (en €)
LFPI 1 Part A	923 672
APEH EUROPE IV	1 300 000
LFPI CROISSANCE Parts A	1 453 000
France EUROPE CAPITAL Part A	8 200 000
BIODISCOVERY parts A	2 040 000
F.L.F.P.E	4 511 000
ANTIN INFRASTRUCTURE A2	5 180 000
IRIS CAPITAL FUND III	4 500 000
EPICURE	290 000
Total	**28 397 672**

Source : Mission IGAS d'après les données CARMF

3.3. La caisse ne respecte pas ses obligations de mise en concurrence

[207] L'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale impose que *« les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, [fassent] l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État »* dans des conditions fixées par l'arrêté du 16 juin 2008 (JO du 24 juin 2008) modifié portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale, qui renvoie pour l'essentiel aux *« dispositions législatives et réglementaires relatives aux conditions de passation et d'exécution des marchés publics et des accords-cadres de l'État et de ses établissements publics »*.

[208] Dans le domaine financier, les seuls marchés publics passés par la caisse – qui n'ont pas été audités par la mission - concernent le conseil financier et comptable ainsi que le commissariat aux comptes du régime CAPIMED et la fourniture d'informations financières (terminal REUTERS). Ainsi, contrairement à d'autres organismes, la caisse n'a pas passé de marché public afin de sélectionner les organismes chargés de gérer ses OPCVM dédiés. Celle-ci s'appuie sur l'exception organisée au 5° de l'article 3 du code des marchés publics (qui transpose la directive n°2004/18 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2004 relative à la coordination des procédures de passation des marchés publics de travaux, de fournitures et de services) visant les *« accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers*[23] *et à des opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs »*.

Réponse de l'organisme : *Obligation de mise en concurrence*

L'article L 211-1 du Code Monétaire et Financier énumère la liste des instruments financiers :
« I. - Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.
II. - Les titres financiers sont :
1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.
III. - Les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».
Les OPCVM font donc partie des instruments financiers et même expressément des titres financiers comme les actions et les titres de créance, et il n'existe aucune raison de traiter différemment ces différentes catégories dans la réglementation des marchés publics, et encore moins de faire une différence entre OPCVM ouverts et dédiés.
La réglementation financière applicable à la CARMF, en l'occurrence l'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale, qui traite des OPCVM dont la détention est autorisée, renvoie expressément au Code Monétaire et Financier.
La Caisse s'appuie donc sur une interprétation stricte de la réglementation, et c'est à bon droit qu'elle exclut le choix de ses OPCVM de la procédure des marchés publics.
Ceci n'exclut pas une large consultation des gérants.
La CARMF a procédé à deux séries d'appels d'offres pour le choix de ses fonds actions : en 2001 avec la décision de créer plusieurs fonds dédiés et en 2002 pour le choix de fonds actions USA. Ce dernier a conforté le choix antérieur sur la gestion américaine de SGAM qui avait été sélectionné en 2001 et a distingué la gestion américaine de Merril Lynch dont le fonds ouvert a été sélectionné.
Pour tous les autres fonds dédiés, il s'agit de la transformation de fonds ouverts performants gérés par les mêmes équipes en fonds dédiés, le but étant en outre de réduire les frais de gestion.

[23] Le code des marchés publics ne renvoie pas au code monétaire et financier pour définir la notion d'instrument financier.

Observation de la mission : *La mission prend bonne note de la position de la caisse. Pour autant, elle maintient son interprétation de la réglementation. Elle insiste sur les risques encourus en connaissance de cause par les organes délibérants et dirigeants de la caisse.*

[209] Or cette exception – qui vise en fait à titre principal l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur – ne se comprend que par référence à l'article 29 du code des marchés publics, qui prévoit des règles spécifiques de passation des marchés publics en ce qui concerne en particulier les *« services financiers : services d'assurances, services bancaires et d'investissement »*. Le 8° de l'article 9 de la directive n°2004/18 précise d'ailleurs que la valeur à prendre en compte pour le calcul du montant estimé des marchés de *« services bancaires et autres services financiers »* sont *« les honoraires, commissions, intérêts et autres modes de rémunération »*.

Réponse de l'organisme : *La position de la Mission ne se fonde que sur une interprétation subjective, et parfois erronée des textes.*
La référence à l'article 29 du Code des marchés publics est tronquée. En effet, le point 6 de cet article (qui concerne les marchés soumis aux règles du Code) dispose :
« 6 – Services financiers : services d'assurances, services bancaires et d'investissement, sous réserve des dispositions des 3° et 5° de l'article 3 ».
Or, le 5° de l'article 3 (marchés exclus) précise :
« 5° - 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 ».
Le Code des Marchés Publics ne donne aucune définition des titres ou instruments financiers, et il n'en n'existe nulle part ailleurs que dans le Code monétaire financier.
La référence à ce Code est donc incontestable.

Observation de la mission : *La réponse de la caisse l'engage. Comme indiqué* supra, *la caisse s'expose en connaissance de cause, à des risques de nature pénale.*

Réponse de l'organisme : *Contrairement à ce qu'indique la Mission, l'exception du 5° de l'article 3 du CMF ne vise pas « à titre principal l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur », mais seulement à titre secondaire.*
Les « opérations d'approvisionnement en argent » visent en fait, pour la CARMF qui est pouvoir adjudicateur au sens des marchés publics (article 2), les relations bancaires pour la gestion de la trésorerie.

Observation de la mission : *Les relations bancaires doivent faire l'objet de marchés publics.*
En effet, si l'article 3-5° du code des marchés publics dispose que « 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, sous réserve des dispositions du 3° *», cette exclusion n'est pas relative aux services bancaires visés à l'article 29 du code des marchés publics.*
Le règlement n° 213/2008 de la commission européenne du 28 novembre 2007 modifiant les directives 2004/17/CE et 2004/18/CE du Parlement européen et du Conseil relatives aux procédures en matière de marchés publics, précise en outre dans son annexe VI, que, sous le code CPV générique "Services financiers et d'assurance", il est compris les services bancaires qui relèvent de l'article 29 du code des marchés publics.

Réponse de l'organisme : *Sur le fond, il existe de nombreuses différences juridiques entre un OPCVM, titre financier, et un mandat de gestion, qui, lui serait justifiable des marchés publics, et pour n'en citer que quelques unes :*
- l'OPCVM peut être vendu à tout moment alors qu'un mandat est généralement conclu pour une durée déterminée,
- l'OPCVM, entité juridique, est comptabilisé sur une seule ligne dans les comptes de la CARMF alors qu'avec un mandat, tous les titres doivent être comptabilisés,
- les frais de gestion sont imputés sur la valeur liquidative de l'OPCVM, alors qu'ils sont payés par l'investisseur en cas de mandat

Observation de la mission : *La mission n'a nullement écrit que mandats de gestion et OPCVM étaient en tout point identiques. Au demeurant, la caisse omet de préciser qu'un mandat, s'il peut être conclu pour une durée déterminée, peut être révoqué par le mandant sans préavis (C. Civ., art. 2004).*

[210] 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 à la CARMF pour réaliser ses opérations de placement.

Réponse de l'organisme : *Comme l'a indiqué par ailleurs la Mission, les services rendus à la CARMF pour réaliser ses opérations de placement (Conseil financier et comptable, fonction d'information financière), mais qui ne sont pas liés au choix des OPCVM, font l'objet de marchés.*

Observation de la mission : *La mission précise qu'elle n'a trouvé trace que de deux marchés dans le domaine intéressant la mission. Cela ne signifie pas qu'elle a constaté que l'ensemble des services rendus à la CARMF pour réaliser ses opérations de placement avaient fait l'objet de marchés, ni que ceux-ci lui apparaissaient réguliers.*

[211] La caisse court donc le risque d'accorder un avantage injustifié à ses gérants de fonds dédiés. Si elle pouvait invoquer sa bonne foi avant le présent contrôle, elle est désormais pleinement informée des risques pénaux qu'elle encourt.

Réponse de l'organisme : *La Mission fait porter ses observations sur les fonds dédiés. On voit mal pourquoi elle fait une différence entre fonds dédiés et fonds ouverts qui ont la même nature juridique.*

Observation de la mission : *La mission estime qu'**au sens du code des marchés publics**, les OPCVM dédiés doivent s'interpréter comme un mandat de gestion car :*
- il existe plusieurs gérants proposant des services similaires, ce qui permet de conclure à l'existence d'un marché concurrentiel ;
- la caisse peut aisément définir les besoins qu'elle cherche à satisfaire et les contraintes qu'elle souhaite imposer dans le prospectus du fonds, qui peut s'assimiler à un cahier des charges.
Une telle interprétation serait absurde s'agissant de fonds ouverts.

Recommandation n°17 : La caisse doit se mettre en conformité avec les règles de la commande publique.

3.4. La caisse ne suit pas régulièrement les frais induits par la gestion indirecte, qui apparaissent élevés

[212] Les frais de gestion des OPCVM ne sont pas examinés par la commission des placements. Si cette information est bien fournie dans les documents de présentation des propositions d'investissement, elle ne fait pas l'objet d'un sujet concernant l'encours des placements.

[213] Le suivi n'est pas plus effectué de manière externalisée en recourant aux services d'une société spécialisée.

[214] À la demande de la mission, la caisse a été en mesure de produire un tableau synthétique pour 2011, présenté à l'annexe 11, dans lequel il apparaît que :

- les frais de gestion des OPCVM actions se sont élevés pour 2011 à 24,6 M€, soit 1,16 % de l'encours sous gestion. On observera que la gestion dédiée est plus onéreuse que la gestion via des fonds ouverts (respectivement 1,18 % et 1,12 % des encours concernés), alors que la modicité des frais est l'une des justifications du choix de la gestion dédiée ;
- les frais de gestion des OPCVM de taux s'élevaient à 8,8 M€ soit 0,47 % de l'encours sous gestion. Dans ce cas, les frais supportés par les fonds dédiés sont légèrement moindres que ceux supportés par les fonds ouverts (0,47 % contre 0,49 %).

[215] Les frais de gestion de la CARMF (33,5 M€ soit 0,84 % des encours) apparaissent très supérieurs à ceux constatés dans d'autres caisses contrôlés par la mission (entre 0,10 et 0,20 % des encours).

Réponse de l'organisme : *Les frais de gestion ne peuvent être comparés qu'à situation des actifs identique.*
Une forte proportion d'actions augmente les frais de gestion moyens. Les frais d'une gestion active sont supérieurs à ceux d'une gestion indicielle, mais avec des performances nettes supérieures. La diversification géographique ou sectorielle conduit à des frais de gestion plus élevés.

Observation de la mission : *Les performances des fonds mettant en œuvre une gestion active ne sont supérieures à celles des fonds indiciels que lorsque les premiers battent l'indice que les seconds répliquent.*
La mission maintient l'affirmation selon laquelle les frais de gestion des fonds dédiés de la CARMF sont supérieurs à ceux constatés dans d'autres caisses. Ainsi, à titre de comparaison, un des organismes contrôlés par la mission fait état de frais s'élevant pour 2011 à :
- 0,10 % des encours gérés pour la gestion obligataire ;
- 0,36 % des encours gérés pour la gestion active actions de la zone euro (0,07% pour la gestion indicielle) ;
- 0,47 % des encours gérés pour la gestion des petites capitalisations européennes (0,90% pour les petites capitalisations américaines).

[216] Les rapporteurs souhaitent attirer l'attention sur le fait que la caisse, alors même qu'elle avait procédé en 2001 à une consultation d'une quarantaine de sociétés de gestion[24] afin de constituer des fonds dédiés, n'a plus jamais organisé d'appel d'offre. Elle choisit donc, comme il a plusieurs fois été mentionné en entretien, des gérants qu'elle connaît et avec qui elle entretient des relations de confiance. La mission a pu constater que certains de ces gérants invitent la direction de la caisse à des voyages d'études et d'agrément. Elle a également constaté que les frais de gestion payés par la caisse à ces mêmes sociétés apparaissent très élevés. Ces trois éléments cumulés auxquels s'ajoutent des règles de déontologie minimales, induisent une pratique plus risquée que celle qui résulterait d'un processus de gestion davantage formalisé.

Réponse de l'organisme : *Même si elle ne procède pas à des consultations générales, la Caisse procède à une consultation de plusieurs gérants avant chaque choix d'investissements, et négocie notamment les frais de gestion (pour les fonds dédiés) et les rétrocessions (pour les fonds ouverts). Ses choix ne sont absolument pas dictés par la politique commerciale des gérants et les frais de gestion des sociétés que la Mission cite ne sont pas plus élevés que ceux de leurs concurrents.*

Observation de la mission : *Arguments non étayés.*

Réponse de l'organisme : *Les fonds dédiés actions non créés après un appel d'offre correspondent à la transformation de fonds ouverts très performants gérés par les mêmes équipes dans lesquelles la Caisse a bien sûr confiance.*

[24] Mentionnée dans le compte-rendu du CA du 21/04/01

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas à l'observation de la mission, qui consistait en rappeler que la caisse était en risque en raison de la conjonction :*
- de règles déontologiques minimales ;
- de l'absence d'une procédure de passation de marchés publics ;
- de l'absence de suivi précis des frais supportés par les fonds, ***ce point n'étant pas contesté par la caisse****.*

Recommandation n°18 : Assurer un meilleur suivi des frais de gestion et les réduire par une mise en concurrence appropriée.

3.5. La caisse n'est pas en mesure de valoriser certains actifs mobiliers

[217] La caisse détient des instruments financiers pour lesquels la valorisation est malaisée. C'est le cas de tous les actifs, quelle que soit leur nature, qui présentent une liquidité limitée, voire nulle, et pour lesquels la valorisation n'est pas effectuée dans des conditions satisfaisantes par le marché. Ainsi, à défaut de marché assez profond et présentant des fourchettes de prix[25] suffisamment étroites, la valorisation des actifs doit être effectuée avec des modèles mathématiques plus ou moins complexes. C'est en particulier – mais non exclusivement – le cas des obligations convertibles et structurées, et plus généralement de tout instrument comportant une composante optionnelle ou à terme.

Réponse de l'organisme : *La valorisation des actifs par la Caisse n'est pas nécessaire dès lors qu'il existe un marché où les fourchettes de prix peuvent être confrontées et où les offres peuvent être mises en concurrence.*
C'est notamment le cas pour les obligations convertibles.
Pour les produits structurés, la valorisation est effectuée par un (ou deux) valorisateur indépendant du gérant.
Le portefeuille de la CARMF est valorisé au minimum hebdomadairement en valeur de marché. L'analyse de la cohérence de l'évolution des prix fait donc l'objet d'un suivi (relativement au comportement du sous-jacent).

Observation de la mission : *La mission a établi,* ***sans être contredite par la caisse****, que les fourchettes de prix sur les obligations convertibles sur lesquelles la caisse intervient s'établissent entre 20 et 50 points de base. Cela signifie que le marché n'est pas en mesure de fournir un prix. Cela est du reste particulièrement problématique lorsqu'une gestion active (et non un portage) des obligations convertibles est mis en œuvre.*
Les marchés indiqués par la caisse, parce qu'ils ne sont guère liquides et offrent souvent des fourchettes de prix larges, voire très larges (100 points de base pour les obligations structurées détenues par la caisse, et seulement dans des conditions normales de marché), ne permettent pas de valoriser les instruments sur lesquels ils sont échangés.
La mission s'étonne du faite que la caisse se prévale de valorisations extérieures qu'elle n'a pas pu produire lorsque la mission les lui a demandées (notamment s'agissant de la double valorisation des obligations structurées).

3.5.1. La caisse est incapable d'évaluer des stratégies de couverture simples

[218] La caisse a été approchée fin juin 2012 par un gérant afin de couvrir partiellement son portefeuille actions contre la baisse au moyen d'un montage de type « spread put[26] ». Ce type de couverture peut être aisément évalué en utilisant des outils usuels en finance, comme la formule de Black et Scholes (voir encadré).

[25] En anglais : *bid / ask spread*.
[26] Achat d'une option de vente à un prix d'échéance donné, partiellement financé par la vente d'une option d'achat de même échéance et de même sous-jacent à un prix d'échéance inférieur. Cette stratégie couvre intégralement la perte lorsque le prix à l'échéance du sous-jacent est compris entre les deux prix d'échéance, et partiellement lorsque le prix du sous-jacent est inférieur au prix d'échéance de l'option vendue (dans ce cas, la stratégie diminue la perte sur le sous-jacent d'une valeur égale à la différence entre les deux prix d'exercice).

Réponse de l'organisme : *Dans l'exemple présenté par la Mission, le gérant du fonds n'est pas le « vendeur » de l'option puisque celle-ci se négocie sur un marché spécifique.*

Observation de la mission : *La mission n'a rien écrit de tel.*

Réponse de l'organisme : *Puisque la gestion est déléguée, c'est au gérant et non à la CARMF de rechercher les meilleures conditions de marché. En l'occurrence, les hypothèses envisagées étaient multiples.*

Observation de la mission : *C'est précisément le défaut de contre-expertise qui fait l'objet de l'observation de la mission.*

Encadré : la formule de Black et Scholes

On suppose qu'un sous-jacent (par exemple une action de valeur S) suit un processus de diffusion de Black et Scholes, c'est-à-dire que $dS/S=rdt+\sigma dW$ où r est le taux sans risque, σ la volatilité de S et W un mouvement brownien standard.

Sous les conditions usuelles (en particulier absence de frictions et absence d'opportunités d'arbitrage), la valeur P d'une option de vente européenne d'échéance T, de prix d'exercice K est égale à :

$$P = Ke^{-rT}\phi(-d_2) - S_0\phi(-d_1)$$

où l'on a :

$$\phi(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{x} e^{-\frac{u^2}{2}}du$$

$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{T}}\left[\ln\left[\frac{S_0}{K}\right] + T\left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)\right]$$

$$\text{et } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

avec S_0 valeur du sous-jacent lors de la souscription de l'option.

Ces calculs se mènent aisément avec un tableur du commerce.

[219] Ainsi, en supposant le taux sans risque égal à 2 % et la volatilité du sous-jacent (dans ce cas, l'EUROSTOXX 50) égale à 30 % (en se fondant sur la volatilité implicite à 3 mois et à 6 mois telles que cotées dans les indices VSTOXX), un calcul simple fait par exemple ressortir la couverture à 3 mois à 1,54 %, avec un prix d'exercice de 1950, alors que le gérant la vend à 1,9 %. Ce type de calcul en ordre de grandeur devrait conduire la caisse à engager la discussion avec le gérant afin de comprendre la différence de prix constatée.

Réponse de l'organisme : *Le modèle de Black et Scholes (1973) est le modèle standard utilisé pour évaluer les prix d'options simples. Pratique d'utilisation, il est bien connu des professionnels de marché. Depuis la publication de l'article d'origine, il a toutefois subi de nombreuses critiques qui portent essentiellement sur les hypothèses (et donc sur la validité théorique du modèle lui-même) et une certaine inadéquation des résultats issus du modèle et les prix de marchés effectivement cotés (qui exige une adaptation raisonnée des résultats du modèle).*

Observation de la mission : *La mission partage les préventions de la caisse à l'égard du modèle de Black et Scholes – que cette dernière utilise pourtant très probablement dans ses études sur l'allocation d'actif. Il n'en demeure pas moins que ce modèle permet d'obtenir rapidement et facilement des évaluations de prix d'options européennes. Ainsi, en quelques minutes, la mission a été en mesure d'évaluer le coût de la stratégie et de le comparer au prix proposé par le gérant. L'écart de valorisation ainsi trouvé ne devrait pas conduire à écarter le prix proposé par le gérant, mais susciter une discussion avec lui, comme l'a d'ailleurs indiqué la mission. Cette dernière ne disposant pas d'un accès aux données de marché (terminal REUTERS, par exemple), elle n'a pas été en mesure de confronter le prix théorique avec le prix « de marché ».*
Au final, en quelques minutes, la mission a été en mesure de fournir une contre-expertise que la caisse, malgré des moyens supérieurs, n'a pas mise en œuvre.

[220] N'ayant pas de compétences dans le domaine, la caisse s'en remet entièrement au gérant sans même s'interroger sur la possibilité d'une contre-expertise ni remettre en cause les prix proposés.

[221] Au final, les services de la caisse ont présenté le montage de couverture proposé par le gérant à la commission de placements qui l'a refusé, car jugé trop onéreux.

Réponse de l'organisme : *Il n'a pas été proposé de montage à la Commission de Placements, mais un choix entre une couverture ou une non couverture, avec des espérances de rendement en fonction de différentes hypothèses d'évolution du marché des actions. La Commission a été en mesure de choisir (la non couverture) avec des données synthétiques sur les avantages et inconvénients de chaque solution, ce qui correspond au souci de la Mission.*

Observation de la mission : *La mission s'étonne de la réponse de la caisse : si elle a communiqué «* des espérances de rendement en fonction de différentes hypothèses d'évolution du marché des actions *», alors ces hypothèses – mathématiques, puisque la caisse se prévaut d'un calcul d'espérance qui ne peut se faire que sous une distribution de rendements donnée – auraient dû être présentées, commentées et débattues. Aucun document ne vient appuyer la réponse de la caisse. L'observation est maintenue.*

3.5.2. La caisse ne sait pas valoriser les obligations convertibles

[222] Les obligations convertibles les plus simples se décomposent en une obligation classique nue et une option de conversion (voir annexe 8). L'évaluation de ces deux composantes n'est pas effectuée par la caisse, qui n'a ni les moyens ni les compétences techniques permettant :

- de développer les modèles de diffusion obligataires et actions, ni de les calibrer ;
- d'effectuer les plusieurs milliers de simulation requises par la méthode de Monte Carlo, simulations au demeurant complexes en raison de leur caractère dépendant des trajectoires de prix suivies par les actifs lors de chaque simulation ;
- d'effectuer enfin les études de sensibilité aux hypothèses retenues dans le cadre de la modélisation.

[223] Ainsi, la caisse achète et vend des obligations convertibles à un prix qu'elle est incapable de justifier, certaines fourchettes de prix[27] pouvant s'établir jusqu'à 50 points de base (soit 0,5 % d'incertitude relative sur le prix) et rarement en-dessous de 20 points de base s'agissant d'obligations convertibles.

Réponse de l'organisme : *Le prix des obligations convertibles est fixé par le marché et peut s'écarter des évaluations théoriques. Pour un gérant expérimenté, la « fair value » peut être estimée à partir de quelques indicateurs simples sans modèles théoriques complexes.*

[27] La fourchette de prix est approximativement la différence entre le prix de vente et le prix d'achat garantis par le teneur de marché (dans des conditions normales de marché).

Observation de la mission : *La mission établit **sans être contredite par la caisse** que les fourchettes de prix sont comprises entre 20 et 50 points de base pour les instruments traités par la caisse. Le prix n'est donc pas fixé par le marché comme l'affirme la caisse.*
Par ailleurs, s'agissant d'options américaines, la question de l'instant optimal d'exercice de l'option de conversion peut se poser.

Réponse de l'organisme : *Les transactions portant sur les lignes d'obligations convertibles détenues en direct ont fait l'objet d'une mise en concurrence d'au moins deux brokers. Pour ce qui concerne les OPCVM d'obligations convertibles détenues par la CARMF, les gérants sont reconnus par la place pour leur professionnalisme.*

Observation de la mission : *Argument d'autorité. Le 14 septembre 2008, la banque LEHMAN BROTHERS était encore reconnue par la place pour son professionnalisme.*

Réponse de l'organisme : *Du 31décembre 2005 au 31 décembre 2011, la performance du portefeuille d'obligations convertibles détenues en direct ressort sur la période à +18,53 % contre +2,17 % pour l'indice Exane Convertibles Index Euro.*

Observation de la mission : *Les données avancées par la caisse pourraient avoir un intérêt si elles étaient accompagnées par un (et idéalement plusieurs) indicateur(s) de risque.*

3.5.3. La caisse achète des obligations structurées sans en connaître le véritable prix

[224] La caisse investit directement dans des obligations structurées dédiées, faisant l'objet d'un volume d'échange nul. Ces obligations, qui sont généralement de type zéro-coupon[28], présentent trois types de difficulté de valorisation : lors de l'achat, la valorisation d'une obligation structurée pouvant être particulièrement complexe ; en cours de vie du produit (avec des difficultés comparables à celles de valorisation lors de l'achat) ; et enfin à l'échéance du produit avec le calcul de la valeur du coupon final.

[225] La caisse détient ce type de titres jusqu'à l'échéance. Les difficultés de valorisation en cours de vie ne devraient donc en principe poser que des problèmes comptables et pas des problèmes financiers.

[226] La caisse n'a pas les moyens techniques de valoriser les obligations structurées qu'elle détient en direct : pour la seule obligation structurée « ABSOLUTE RENDEMENT » (code ISIN FR0010729079), une telle opération requiert au moins :

- la mise en place et le calibrage de modèles de diffusion des actions concernant 16 titres, dont certains peu liquides ;
- la mise en place d'un modèle de diffusion des taux d'intérêt ;
- le calibrage d'une matrice de variance – covariance entre les 16 actions considérées et le taux sans risque (avec 136 coefficients minimum à estimer).

[28] Les obligations zéro-coupon ne délivrent aucun coupon intermédiaire, d'où leur nom.

[227] La caisse est techniquement dépendante du valorisateur de l'obligation structurée pour constater des dépréciations (ou des appréciations) du titre. Le problème est que la caisse a de sa propre initiative modifié profondément certaines obligations structurées dédiées. Ainsi, l'obligation structurée « SGOE ALM OPTIMIZER » (code ISIN FR0010237123) a connu trois versions et l'obligation structurée « MONEVOL EUR 2015 » (code ISIN FR0010451773) en a connu deux. Le profond remaniement d'un produit de cette nature s'apparente en fait, si non en droit, à une vente de la version antérieure suivie d'un achat de la nouvelle version. Or, la caisse n'étant en mesure d'évaluer ni la valeur d'achat, ni celle de vente, les avenants sont nécessairement conclus entre parties très inégalement informées : l'acheteur ne connaît pas le prix, ni le risque présenté par le produit alors que le vendeur est lui en mesure de les évaluer.

[228] On observera que, fidèle à son approche purement formelle de la réglementation, la caisse a estimé que le produit conservant la même dénomination, la même contrepartie et le même code ISIN, il n'était de ce fait ni acheté, ni vendu.

[229] Enfin, l'arrivée au terme d'une obligation structurée entraîne le paiement du nominal et des intérêts, calculés selon la formule convenue. Or la formule peut dépendre de paramètres à la main de l'émetteur, comme cela peut être le cas de l'obligation « SGOE ALM OPTIMIZER » (deuxième et troisième versions) dont le coupon dépend de l'évolution de l'indice « SGI Euro Stoxx 50 Vol Target » qui n'est ~~ni~~ pas un indice usuel~~, ni même un indice public,~~ et ~~qui~~ il est établi par la maison mère de l'émetteur de l'obligation structurée.

Réponse de l'organisme : *Concernant l'indice Euro Vol Target 25 qui est accessible sur Bloomberg (ticker SGMDEVTI Index), la Société Générale définit les règles et méthodes de calculs de l'indice, tel qu'énoncé dans la term sheet, Standard & Poor's étant l'agent de valorisation qui publie les niveaux de l'indice en accord avec les règles.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera revue pour tenir compte du seul aspect public de l'indice, la valorisation par un tiers selon des règles établies par la maison mère ne modifiant pas l'appréciation de la mission.*

[230] En conclusion, la fourchette de prix pour les obligations structurées détenues par la caisse s'établissant à 100 points de base (soit 1 %) et la caisse ne disposant pas des compétences financières nécessaires à l'évaluation de tels produits, le risque d'investir dans des produits surcotés, voire très surcotés, n'est pas maîtrisé. La mission ne peut pas exclure que la caisse puisse se trouver dans une situation comparable à celle de l'ORGANIC face à CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX au début des années 2000 (voir annexe 12).

Réponse de l'organisme : *Les produits structurés font l'objet d'un suivi hebdomadaire de la valorisation. Il s'agit d'obligations de droit français, libellées en euro, et garanties en capital dont l'encours à fin 2011 s'élève à 31,3 M€ (environ 2% de la poche obligataire RCO + ASV).*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas à l'observation de la mission, qui constatait l'incapacité technique de la caisse de valoriser ses obligations structurées.*

3.6. La politique d'investissement paraît largement opportuniste

[231] Que ce soit en matière mobilière ou immobilière, la mise en œuvre de la politique d'investissements de la caisse apparaît dictée par les deux maîtres mots de rendement et de diversification, ce qui se concrétise à la CARMF par une politique totalement opportuniste.

Réponse de l'organisme : *L'objectif de la CARMF est bien de maximiser le rendement, avec un risque maîtrisé.*

Observation de la mission : *L'objectif de la CARMF devrait être de servir des pensions.*

[232] La CARMF attend paradoxalement de sa politique de diversification, d'assurer simultanément de la décorrélation de ses placements et d'accroître son rendement. Cette diversification se fait en pratique vers des placements plus risqués et moins bien maîtrisés par la caisse et ses organes délibérants.

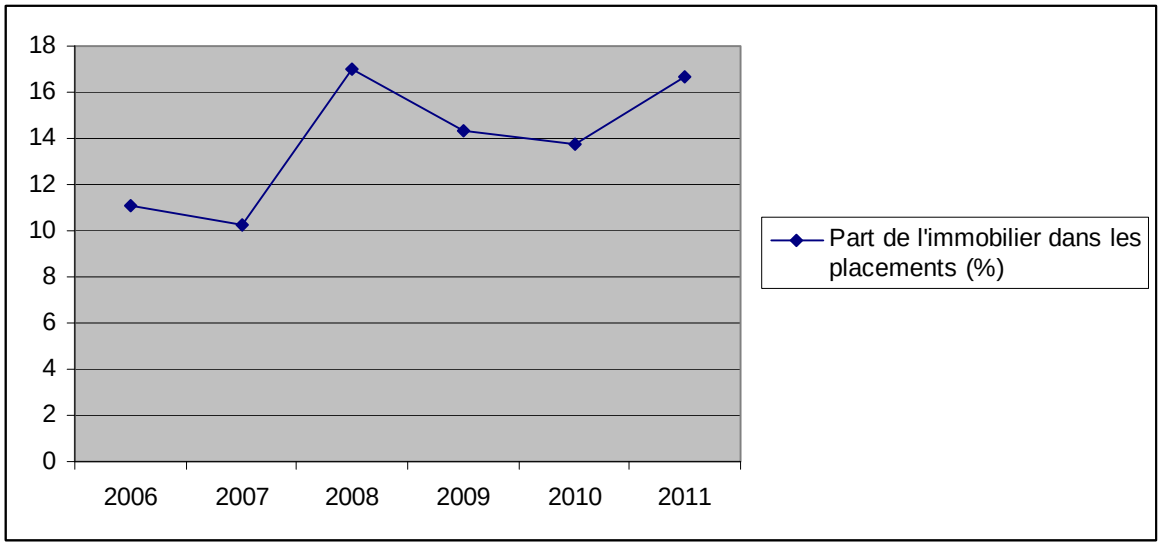
Réponse de l'organisme : *La théorie financière à laquelle la Mission fait souvent référence, montre que la décorrélation diminue le risque global du portefeuille, qui peut être inférieur à la moyenne du risque de chacun de ses composants.*
En revanche, le rendement moyen global est bien la moyenne pondérée de chacun de ses composants.
On peut donc en diversifiant un portefeuille accroître son rendement en diminuant son risque.

Observation de la mission : *C'est en effet une possibilité, mais pas une garantie. La mission prendra l'exemple suivant : supposons qu'un portefeuille comporte un unique actif de volatilité 2%. Si l'on substitue la moitié du portefeuille par un actif (décorrélé du précédent) de volatilité 30%, le portefeuille total sera effectivement moins risqué que deux portefeuilles comportant chacun des deux actifs isolés. Il n'en demeure pas moins que le portefeuille final est bien plus risqué que le portefeuille initial.*

3.6.1. La mise en œuvre de la politique immobilière n'est pas concordante avec la stratégie d'allocation identifiée par la mission

[233] Au 31 décembre 2011, le montant total des investissements immobiliers est de 790,4 M€ en valeur de réalisation et représente 16,6 % du total des placements.

Graphique 1 : Part de l'immobilier dans le portefeuille de la CARMF depuis 2006 (valeur de réalisation)



Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF

[234] Les sujets immobiliers sont préparés par les services immobiliers et traités dans tous les conseils d'administration et représentent une large partie des débats d'après l'étude des comptes rendus.

[235] La politique immobilière ne fait néanmoins pas l'objet d'une réelle définition annuelle au titre de l'allocation tactique. Il est simplement rappelé, à échéance régulière, dans les conseils d'administration de début d'année[29] que *« suite à un rapport d'audit externe sur le patrimoine immobilier de la caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation »*. On note aussi que, *« attentif à la conjoncture économique en général, à celle de l'immobilier et à la baisse des valeurs locatives, le CA n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers »*.

Réponse de l'organisme : *Renvoi 29 : il s'agit du Conseil d'Administration du 30 janvier 2010.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera revue en conséquence.*

Réponse de l'organisme : *L'extrait cité par la Mission fait partie du rapport d'orientations sur la politique générale des placements en 2010 et concerne la politique mobilière suivie en 2009. L'allocation tactique y est rappelée par ailleurs, ainsi que les montants indicatifs d'investissements, conformes à l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas comment un rapport sur la politique mobilière peut traiter de sujets comme les travaux dans certains immeubles. La rédaction est bien évidemment maintenue.*

[236] En 2001 en effet, un audit global du parc immobilier locatif de la CARMF avait été réalisé par un cabinet extérieur à la demande du conseil d'administration. Ce document s'inscrivait alors dans la stratégie immobilière de la CARMF dont il définissait ainsi les objectifs : *« sécurité et pérennité des placements, rentabilité, liquidité »*. Il souligne déjà à cette époque l'absence de stratégie immobilière de la caisse.

Réponse de l'organisme : *La stratégie immobilière de la CARMF a été formalisée suite à ce rapport d'audit, étant précisé que l'allocation stratégique avait été fixée dès 1996.*

Observation de la mission : *La stratégie immobilière de la CARMF ainsi formalisée n'a pas été produite, malgré les demandes de la mission. La rédaction est maintenue.*

[237] La mise en œuvre de la politique immobilière s'éloigne des préconisations définies dans l'audit de 2002, comme le démontre l'achat récent d'un vignoble bordelais.

[29] Par exemple ici le conseil d'administration du 30/0~~7~~1/2010.

Schéma 3 : Politique immobilière de la CARMF présentée fin 2011 aux délégués

Source : CARMF – Présentation à l'assemblée générale 2011

[238] En effet, outre le fait que la stratégie d'investissements directs se concentre sur Paris quartier central des affaires, comme le montrent les diapositives ci-dessus projetées lors de l'assemblée générale de 2011, le rendement[30] attendu de ces placements doit être de l'ordre de 5 %, comme l'ont indiqué les services de la caisse à la mission. L'acquisition du vignoble ne respecte aucun de ces deux critères.

Réponse de l'organisme : *L'acquisition d'un vignoble, bien qu'en apparence très éloignée, répond aux mêmes critères que l'acquisition d'immeubles parisiens QCA :*
- emplacement,
- qualité,
- bail à long terme.
L'acquisition faite par la CARMF présente, en effet, les caractéristiques suivantes :
- Emplacement exceptionnel dans le vignoble de Saint-Emilion, vignoble d'un seul tenant,
- Classement « grand cru classé » de Saint-Emilion confirmé en 2012. Un autre domaine géré par l'exploitant vient d'obtenir le plus haut classement de Saint-Emilion (1er grand cru classé A),
- Bail de 9 ans avec l'exploitant, avec un rendement certes faible, mais net et sans charges pour la Caisse (château et installations viticoles en parfait état, travaux à la charge de l'exploitant),

Observation de la mission : *Les immeubles parisiens QCA ne font que très rarement l'objet de baux ruraux. Ils sont généralement localisés à Paris. Les loyers sont généralement supérieurs à 1% de leur valeur d'acquisition.*

[30] La caisse utilise le taux de rendement interne (TRI) comme mesure du rendement. Le calcul du TRI suscite des observations détaillées en annexe 5.

Réponse de l'organisme : *Les vignobles de qualité sont depuis toujours et dans le monde entier reconnus comme de bons placements, recherchés, aux résultats supérieurs à tout autre produit tant en ce qui concerne la performance que le risque.*

Observation de la mission : *Si l'on en croit la caisse, les vignobles défient «* depuis toujours *» (y compris dans la deuxième moitié du XIXème siècle) et sur longue période la loi de l'offre et de la demande : les vendeurs de vignoble ne font pas payer à l'acheteur le rendement supérieur et sans risque que présente leur bien, et ne l'ont jamais fait. Il est permis de très sérieusement douter de l'argument avancé par la caisse.*

Réponse de l'organisme : *La CARMF cherchant à diversifier ses investissements pour diminuer les risques, surtout après les crises de 2002, 2008, 2011 a pu saisir une opportunité. La décision a été prudente et mûrement réfléchie comme ne l'a été aucun autre placement, ce que montrent les nombreux Conseils d'administration, séminaire, visites et études de différents intervenants internes et externes.*

Observation de la mission : *La mission prend bonne note de la compréhension qu'a la caisse de la notion de prudence.*

Réponse de l'organisme : *Une fois la décision prise, ce placement ne pouvait être classé que dans l'immobilier, car composé de foncier, bien isolé dans le montage. Quant à la marque, elle ne peut être détachée, et en quoi est-ce interdit ?*

Observation de la mission : *C'est interdit en ce que la caisse cherchera en vain une catégorie réglementaire de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale l'autorisant à détenir une marque.*

Réponse de l'organisme : *Acheter des actions LVMH, Hermès, Michelin, c'est aussi acheter une marque. L'état, les collectivités achètent également des marques en rachetant des sociétés, de même que les sociétés achetées dans les FCPR. Enfin l'achat direct est mieux contrôlé et moins coûteux que l'achat de fonds viticoles achetés par d'autres institutionnels et tout aussi autorisés.*

Observation de la mission : *La caisse critique ici la réglementation. La mission se contente de constater sa violation.*

Encadré : l'acquisition du Château Monbousquet

Le conseil d'administration de la CARMF a examiné le projet d'acquisition d'un vignoble dénommé « Château Monbousquet » (Saint Emilion grand cru) sis sur la commune de St Sulpice de Faleyrens, lors des réunions des 16 septembre et 19 novembre 2011. L'opération se décomposait de la manière suivante :

a. acquisition de la société anonyme CHATEAU MONBOUSQUET à sa maison mère, CODIAL. Le montant de cette transaction était de 62,5 M€ ;
b. la détention de la société CHATEAU MONBOUSQUET n'étant pas admissible réglementairement, celle-ci est restructurée afin de séparer son activité entre société d'exploitation (dénommée MONBOUSQUET EXPLOITATION et rétrocédée à CODIAL) et actifs immobiliers (exploitation agricole proprement dite et ensemble bâti) et mobilier (marques) ;

La société CHATEAU MONBOUSQUET, devenue propriété de la CARMF et ayant un objet principalement immobilier, a signé avec la société MONBOUSQUET EXPLOITATION deux baux d'une durée de 9 ans :

- un bail rural stipulant un fermage annuel de 286 058,32€ « *actualisé chaque année compte tenu de la variation de l'indice national des fermages* » ;
- un bail commercial stipulant un loyer annuel de 313 950 € et destiné « *à l'usage de réception*

et de bureaux pour y mener à bien [une] activité d'organisation d'événements professionnels (séminaire, congrès), d'œnotourisme et de dégustation de vins ».

La mission nationale de contrôle et d'audit des organismes de sécurité sociale a décidé par lettre datée du 6 décembre 2011 de suspendre cette décision d'acquisition et de la soumettre à l'avis du Ministre chargé de la sécurité sociale, en application de l'article R. 152-1 du Code de la sécurité sociale.

Dans un courrier daté du 10 janvier 2012, le Directeur de la sécurité sociale s'oppose *« à l'exécution de la décision de l'acquisition du vignoble prise lors de la séance du conseil d'administration du 19/11/11, laquelle paraît de nature à compromettre l'équilibre financier de la caisse »*.

Le principal motif invoqué est le faible rendement de l'investissement par comparaison à « *tout autre investissement dans l'immobilier* » ainsi que la possibilité que le loyer soit acquitté en nature, qui « *pourrait poser un problème de liquidité* ».

Par courrier du 27 février 2012, la CARMF a effectué un recours gracieux auprès du Ministre. La caisse présente deux arguments :

- le montant de l'acquisition « *ne représente que 1,2 % des actifs de la CARMF* » ;
- le rendement attendu doit inclure les plus-values potentielles.

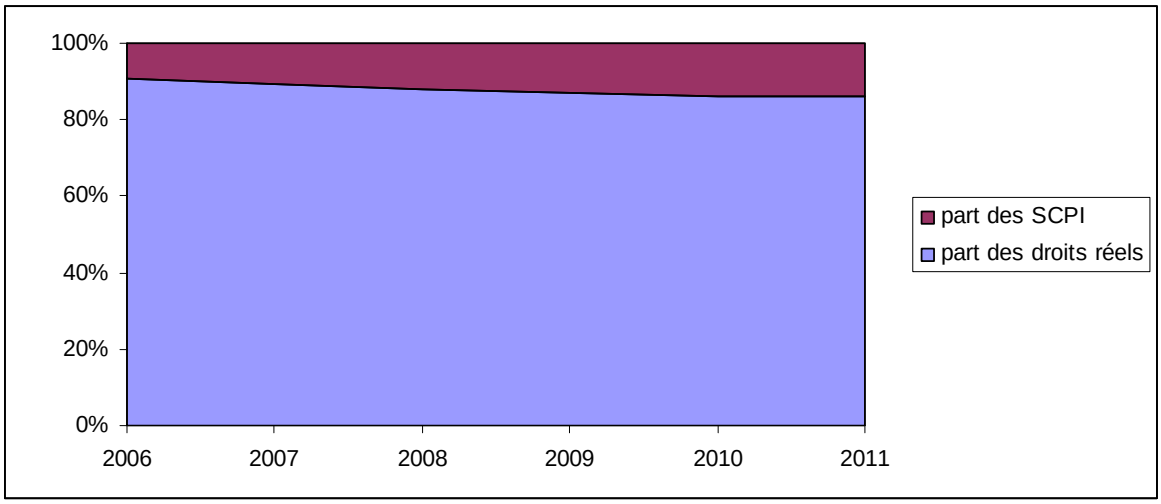
De fait, l'analyse menée par la caisse[31] faisait apparaître les éléments suivants : « *Si le rendement annuel reste faible en raison d'un prix de fermage fixé par l'administration, l'intérêt financier d'un investissement viticole doit s'apprécier sur le long terme sous forme de Taux de Rendement Interne (TRI) comme d'autres types de placements financiers.*

À ce titre, sur la base d'un rendement locatif de 1 %, une hypothèse d'augmentation de la valeur de 50 % à 100 % à terme de 10 ans (soit une progression annuelle moyenne de 4 à 7 %) permet de dégager un TRI situé dans une fourchette de 5,30 % à 8,40 %, comparable aux résultats attendus sur d'autre classes d'actifs ».

La mission constate que le rendement attendu (par la CARMF) de l'opération provient presque exclusivement du prix de revente espéré, très incertain, et non du loyer, presque certain. Si le terrain ne s'appréciait pas durant la période, le TRI ne s'établirait plus qu'à 1 % ; s'il s'appréciait de 20 % le TRI ne s'établirait qu'à environ 3 %. Les incertitudes pesant sur le classement des crus bordelais, lors de l'acquisition du domaine, auraient dû inciter à la prudence.

Le Ministre a notifié le 27 avril 2012 son accord pour la réalisation de l'opération. Celle-ci apparaît pourtant irrégulière en raison de son caractère non exclusivement immobilier (détention de marques).

Schéma 4 : Part des investissements en droits réels et des investissements en SCPI (valeur de réalisation)



Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF

[31] Note interne MAL/MB du 26 janvier 2012.

[239] Les documents fournis à la mission montrent que dès 2001, la caisse choisit d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués principalement d'immeubles de bureau de rapport, de commerces et logistiques situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. La CARMF détient aujourd'hui 10 % d'immobilier indirect non coté dans une logique de diversification qui lui permet d'investir dans des commerces et hors Paris, voire en province et en Europe.

[240] La caisse a pris des participations (minoritaires autour de 10 %) dans 9 fonds commun de placement immobilier (FCPI), dont 80 % sont français ou pan-européens de droit français. La caisse détient aussi des parts dans 3 autres types de fonds (Société en commandite par actions de droit luxembourgeois, SA française et une SICAV Luxembourgeoise).

Recommandation n°19 : Mettre à jour la stratégie immobilière de la caisse qui sera discutée et votée en conseil d'administration.

3.6.2. Les investissements mobiliers sont justifiés par la recherche du rendement dans le cadre d'un style de gestion donné sans référence à des critères de risque ni d'insertion dans une stratégie de placement

[241] Les propositions d'investissement présentées en commission des placements se présentent sous forme de fiches décrivant les caractéristiques importantes des fonds proposés au regard des services de la caisse.

[242] Il n'est jamais fait référence à l'insertion du produit proposé dans le cadre général de la stratégie de placements ou de l'allocation stratégique. Comme indiqué par ailleurs, la notion de risque est peu développée. Au contraire, une attention particulière est portée à la société de gestion et à la personnalité du gérant en particulier, ainsi qu'au style de gestion du fonds. Ainsi, la commission des placements du 21 janvier 2011 a examiné les propositions portant sur les fonds suivants :

- Actions Japon Invest : le changement de société de gestion en 2009 est accompagné des commentaires suivants : « *le fonds est géré selon la philosophie d'investissement propre à COMGEST. Il s'agit d'une sélection « croissance », concentrée, active et évitant les banques. La stratégie consiste en la sélection rigoureuse sur la base d'une analyse fondamentale (financière, stratégique, rencontre des dirigeants) approfondie* ». La fiche précise que « *les arguments favorables à un renforcement du marché japonais sont les suivants : - il s'agit d'un marché qui a une forte sensibilité à l'économie mondiale […] car le poids des valeurs cycliques y est surreprésenté […] ; - les investisseurs ont donc tendance à investir sur les plus grandes capitalisations […] lors des phases de reprise économique ; - marché pas cher (PE[32] du Topix de 14) […]* ». La volatilité sur un an est curieusement donnée en valeur absolue. La valeur annoncée dans la fiche correspond à une volatilité annuelle de 189 % ;
- Independance et expansion SICAV : l'identité du gérant (William Higgons) est précisée dans la fiche, qui indique que « *l'univers d'investissement est essentiellement constitué par les sociétés de la liste C[33] […]. Il investit plus particulièrement dans les sociétés bénéficiaires faiblement valorisées (approche « value ») au moment de leur achat ; le critère de valorisation privilégié est le ratio cours / capacité d'autofinancement […]. Il s'agit d'une gestion active basée sur une recherche fondamentale intensive* ». La volatilité indiquée (de 23,6) est probablement erronée (il s'agirait en fait de 23,6 %) ;

[32] Le PE désigne ici probablement le Price / Earning ratio, soit en français le ratio cours sur bénéfices.
[33] La liste C comprend les sociétés cotées sur la place de Paris et dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€, liste correspondant approximativement à l'ancien « nouveau marché ».

- Carmignac commodities : la fiche précise que le fonds est géré par la société Carmignac Gestion « *créée en 1989 par E. Carmignac* » qui « *gère environ 50 milliards d'euros* ». L'objectif est une recherche de « *croissance à long terme des actifs […] via une gestion de portefeuille portant sur des domaines d'activités diversifiés dans le secteur des matières premières* ». *Il est également précisé que « l'équipe de gestion dispose d'une très grande liberté et peut ainsi mettre en œuvre des convictions fortes tant au niveau géographique que sectoriel* » ;
- Schroders US Small & Mid Cap Equity : la fiche évoque l'équipe de gestion en ces termes : « *la gérante, Jenny Jones (29 ans d'expérience) bénéficie du support d'un responsable de la recherche (R. Starbuck, 32 ans d'expérience) et d'une équipe de 6 analystes dont l'expérience moyenne est de 19 ans. La recherche (analyse « bottom up ») est la pierre angulaire du processus d'investissement. La philosophie d'investissement repose sur une diversification entre les sources de génération de surperformance par rapport à l'indice […], sur une forte attention aux niveaux des marchés et sur une bonne compréhension des facteurs de risque* ». La fiche ajoute que « *souhaitant profiter de la hausse du USD/Euro, la CARMF a arbitré fin juin/juillet 2010 en faveur de la part non couverte du risque de change* » ;
- Metropole New European Countries : la fiche indique que « *Métropole Gestion est une société de gestion indépendante qui a été créée en 2002 par François-Marie Wojcik (ancien gérant de CCR)* ». « *La stratégie consiste à procéder à la sélection rigoureuse de valeurs décotées quelque soit leur capitalisation […]. Il s'agit d'actions choisies en fonction de la qualité intrinsèque des sociétés* » ;
- Uni-Global 100 % minimum variance emerging markets : la fiche indique que le fonds est géré par UniGestion, « *créée en 1971, siège à Genève, 7 milliards d'euros sous gestion, 81 % du capital détenu par la direction* ». La gestion « est effectuée selon une méthode quantitative visant à constituer un portefeuille « *minimum variance » c'est-à-dire le portefeuille optimal ayant le risque estimé le plus faible. Testée depuis 1999, cette technique, utilisée de façon active, démontre qu'il est possible d'obtenir, sur le long terme, une performance supérieure ou égale à celle de l'indice […] avec une volatilité moindre* ».

Réponse de l'organisme : *Il n'est pas fait référence à chaque Commission de Placement à l'insertion du produit proposé dans le cadre général de la stratégie de placement ou de l'allocation stratégique mais ce travail est effectué en interne avant propositions.*

Observation de la mission : *Argument non étayé.*

Réponse de l'organisme : *Le risque est pris en compte par l'analyse de la volatilité des OPCVM et par la recherche d'une gestion diversifiée. La CARMF attache une importance particulière à la société de gestion (structure et équipes) et au style de gestion du fonds car elle veut une gestion active et non benchmarkée.*
Les chiffres de volatilité indiqués sur les fiches synthétiques de chaque fonds correspondent à des chiffres en pourcentage (source Europerformance la plupart du temps) et non en valeur absolue (le sigle % étant parfois absent).

Observation de la mission : *Vu.*

Réponse de l'organisme : *Les exemples cités sont des éléments qualitatifs qui viennent compléter les données quantitatives (performance pluriannuelle et volatilité) et expliquent le « style de gestion » des gérants. Il est souvent intéressant de mixer, dans un portefeuille, des styles de gestion différents : quantitatif, croissance, valorisation, opportuniste…..*

Observation de la mission : *Le mélange de styles de gestion permet d'obtenir un comportement « moyen ». La caisse pourrait s'interroger sur les moyens d'obtenir un résultat proche à moins de frais.*

Réponse de l'organisme : *Ces choix de fonds s'inscrivent bien entendu dans le cadre de l'allocation tactique et des montants d'investissements décidés chaque année par le Conseil d'Administration dans le rapport sur les orientations générales de la politique de placements.*

Observation de la mission : *L'observation de la mission porte sur l'allocation stratégique, pas sur l'allocation tactique.*

[243] Les propositions de fonds à taux fixe relèvent de la même logique ; les commentaires des services portent pour l'essentiel sur l'équipe de gestion. Ainsi, s'agissant d'un fonds proposé par la société MARTIN MAUREL GESTION, les services de la CARMF notent : « *+rigueur et risque maîtrisé : analyses quantitatives et qualitatives de Sami Gotrane en complément de l'équipe de gestion* ». Plus directement et simplement, s'agissant d'un fonds proposé par la société PICTET, l'unique commentaire des services est le suivant : « *+Frédéric SALMON* ».

Réponse de l'organisme : *S'agissant de proposer la création d'un fonds dédié investi en obligations d'entreprises, la CARMF avait analysé 16 propositions différentes, sachant que pour certaines figurait une remarque ayant attrait à la personnalité d'un gérant ayant déjà œuvré pour la CARMF (Frédéric Salmon précédemment chez Natixis).*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc que la personnalité du gérant revêt une grande importance.*

Recommandation n°20 : Replacer toute proposition d'investissement / désinvestissement dans le cadre de la politique de placements arrêtée par la caisse.

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES

4.1. La caisse détient environ 4,3 Mds€ d'actifs mobiliers

[244] La mission s'est limitée à l'examen des placements représentant les réserves des régimes complémentaires obligatoires et ASV, à l'exception de ceux, représentant une masse sensiblement plus faible, des autres régimes (invalidité – décès et fonds d'action sociale) qui représentaient un peu moins de 400 M€ fin 2011.

[245] La caisse n'a pas été en mesure de fournir des éléments permettant de comparer les rendements et risques respectifs présentés par les portefeuilles RCO et ASV. La caisse n'ayant pu fournir les flux d'investissement et désinvestissement infra annuels dans un format électronique exploitable par la mission, celle-ci n'est pas en mesure de fournir des éléments de comparaison entre les deux régimes.

[246] La caisse détient au 31 décembre 2011 des placements mobiliers pour 4 112 M€ en valeur comptable et 4 316 M€ en valeur de réalisation. Elle détient également des actifs immobiliers pour 525,8 M€ en valeur comptable et 790,4 M€ en valeur de réalisation.

[247] D'après la CARMF, ses placements se ventilent de la manière suivante :

Tableau 9 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret (en %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
2 (obligations)	1,07 %	1,39 %	1,33 %	1,59 %	1,07 %	0,91 %
5 (OPCVM obligataires)	42,29 %	38,01 %	44,75 %	42,28 %	39,81 %	38,89 %
6 (Parts de FCPR)	0,30 %	0,49 %	0,51 %	0,58 %	0,74 %	1,06 %
7 (Actions)	13,89 %	11,96 %	7,84 %	8,71 %	9,04 %	7,93 %
8 (OPCVM actions)	34,13 %	39,52 %	33,41 %	34,73 %	37,50 %	35,11 %
9 (immeubles)	7,55 %	7,72 %	10,69 %	10,53 %	10,18 %	13,84 %
10 (organismes collectifs à vocation immobilière)	0,77 %	0,91 %	1,48 %	1,58 %	1,64 %	2,27 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS – RCO+ASV

[248] La CARMF a fourni à la mission un état détaillé de ses placements, analysé par la mission, qui retrace la situation au 31/12/11.

Tableau 10 : Répartition du portefeuille par grand type de placements, en valeur de réalisation

en %	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Placements immobiliers	9,56 %	10,22 %	16,40 %	13,87 %	13,32 %	16,11 %
Actions et titres à revenus variables (gestion propre)	15,96 %	14,17 %	10,56 %	9,97 %	10,18 %	7,93 %
OPCVM incluant des titres à revenu variable	32,91 %	39,84 %	31,46 %	35,05 %	39,01 %	36,16 %
OPCVM de titres à revenu fixe	27,33 %	27,97 %	29,90 %	28,22 %	26,53 %	26,67 %
Obligations et titres à revenus fixes	1,23 %	1,65 %	1,79 %	1,82 %	1,21 %	0,91 %
OPCVM Monétaires gérés par l'Agence Comptable	13,01 %	6,15 %	9,88 %	11,07 %	9,74 %	12,23 %
TOTAL des placements	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS

[249] La part de la détention en direct des actions a eu tendance à diminuer en valeur de réalisation avec la crise ~~mais est en forte croissance depuis 2010-2011~~.

Réponse de l'organisme : *Les actions détenues en direct ont certes pâti des crises de 2008 et 2011. Il est à noter cependant que d'importantes ventes ont eu lieu avant le krach de 2011 (50 millions d'euros). La part de la détention en direct n'est pas en forte croissance depuis 2010-2011 comme indiqué dans le tableau (2009 : 9,97 % ; 2010 : 10,18 % ; 2011 : 7,93 %).*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

[250] L'immobilier représente une part en décroissance depuis 2008, mais qui devrait de nouveau croître si l'on en croit comptes rendus des conseils d'administration.

[251] En revanche, la part obligataire tangente toujours la limite basse de la réglementation.

4.1.1. La caisse déclare respecter les contraintes de dispersion réglementaires

[252] L'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale précise les limites suivantes : *« l'ensemble des actifs détenus par chaque organisme au titre des réserves des risques gérés doit respecter les limites suivantes :*

- *34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que pour les actifs du 5° de ce même article dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de ces mêmes valeurs ;*
- *5 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés au 6° de l'article R. 623-3 ;*
- *20 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3 ;*
- *10 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 11° et 12° de l'article R. 623-3.*

[253] *Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des organismes :*

- *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.*

[254] *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° de l'article R. 623-3. »*

[255] La CARMF détient essentiellement des OPCVM obligataires et actions à hauteur de 76 % sur la période 2006-2011.

[256] La part des actions détenues en propre a fortement baissé depuis 2006 passant de ~~16,7~~ 15,96% % du portefeuille mobilier à ~~11,8~~ 7,93 % en valeur de réalisation, conséquence directe de la crise financière et de réorientations en faveur de la gestion déléguée.

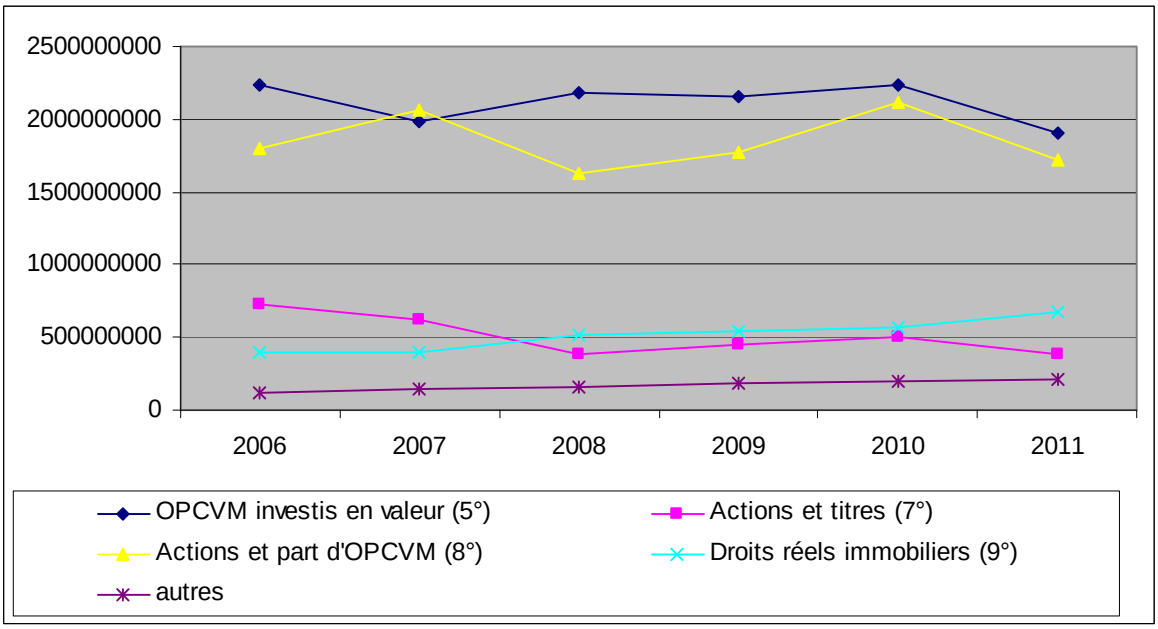
Réponse de l'organisme : *La part des actions détenues en propre a baissé depuis 2006 passant de 15,9% (et non 16,7%) du portefeuille mobilier à 7,93% (et non 11,8%) en 2011 en valeur de réalisation. Cette situation est certes imputable en partie aux crises financières (2008 et 2011) mais aussi aux ventes importantes réalisées avant les krachs notamment en 2011 (ainsi que dans le régime ASV -70 millions Euros en raison du déficit technique-).*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en conséquence.*

Réponse de l'organisme : *De plus, conformément au rapport sur les orientations générales de la politique de placements en 2007, la Commission avait prévu la vente de 100 millions Euros en gestion directe (sur le régime complémentaire) pour se porter sur les OPCVM. La baisse de la détention des actions en direct en 2008 est due à la baisse des marchés mais aussi à des ventes importantes.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera complétée.*

Graphique 2 : Evolution de la valeur du portefeuille en valeur de réalisation (€)



Source : CARMF. Exploitation IGAS. Champ : RCO+ASV

4.1.2. Le nombre de lignes est sensiblement plus élevé qu'en 2006

[257] Ces données recensent le nombre de titres pour les actifs gérés en direct et le nombre de fonds pour la gestion déléguée.

Tableau 11 : Nombre de lignes gérées

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Evolution de 2006 à 2011 (indice 100 en 2006)
2 (obligations)	12	18	19	18	14	12	100
5 (OPCVM obligataires)	28	34	32	35	27	28	100
6 (Parts de FCPR)	3	6	8	9	12	13	433
7 (Actions)	46	46	45	46	49	49	107
8 (OPCVM actions)	26	30	34	36	35	33	127
9 (immeubles)	16	15	21	23	24	26	163
10 (organismes collectifs à vocation immobilière)	7	8	9	10	12	12	171
Total	**138**	**157**	**168**	**177**	**173**	**173**	**125**

Source : CARMF. Exploitation IGAS. ASV+RCO

[258] Le nombre de FCPR a été multiplié par plus de 4 dans la période. L'immobilier a lui aussi connu une évolution dynamique (presque doublé), que ce soit pour le nombre d'immeubles détenus en propre ou de parts de sociétés immobilières.

4.1.3. La caisse gère la majorité de ses placements de manière déléguée

[259] La part des OPCVM croît légèrement passant de 83 % en 2006 à 88 % en 2011 (en valeur de réalisation), atteignant ainsi un niveau élevé.

Réponse de l'organisme : *Le tableau 12 reprend la ventilation des placements RCO et ASV fournie par la CARMF, à la fin de chaque exercice, de 2006 à 2011.*
Le total mobilier de chaque fin d'exercice est obtenu en additionnant les valeurs mobilières (y compris les OPCVM monétaires gérés par l'Agence comptable majorés du trimestre de prestations qui avait été déduit dans la ventilation des placements) des régimes RCO et ASV. Or, si les totaux mobiliers des années 2007, 2009 et 2010 sont conformes aux chiffres des ventilations fournies, il apparait que le total mobilier de l'année 2011 est erroné. En effet, il semble que le régime ASV ne soit pas inclus. Ainsi, le total mobilier 2011 affiché à 4 116 608 216 euros serait en réalité de 4 630 306 182 euros.
Concernant l'année 2006, le total mobilier de 4 837 530 185 euros ne semble pas correspondre aux ventilations. En utilisant la même méthode que pour les autres exercices, le total mobilier devrait être de 4 323 832 218 euros et non 4 837 530 185 euros. Il est à noter également que ce total mobilier est composé d'un total OPCVM de 4 032 272 902 euros et d'un total hors OPCVM de 805 257 283 euros. Or, le total OPCVM du tableau 14 ([262]) est différent de celui du tableau 12 (uniquement pour l'exercice 2006 : différence de 50 millions d'euros).
Enfin, notons que les parts de FCPR ont été intégrées dans la catégorie hors OPCVM.

Observation de la mission : *Dont acte. La mission précisera dans la légende du tableau 12 que les FCPR (qui sont d'un point de vue formel des OPCVM) ont été ventilés dans la catégorie hors OPCVM. Les chiffres du tableau 14 seront modifiés de manière cohérente avec le tableau 12. Le graphique 4 sera également modifié en conséquence.*

Tableau 12 : Poids des OPCVM dans les placements mobiliers (en valeur de réalisation)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPCVM	~~4 032 272 902~~ 3 518 574 935	4 038 932 171	3 816 976 107	3 935 648 290	4 350 191 465	~~3 631 172 215~~ 4 144 870 181
Hors OPCVM	~~805 257 283~~ 805 257 282	721 385 710	472 319 722	555 732 197	610 610 162	485 436 001
total mobilier	~~4 837 530 185~~ 4 323 832 218	4 760 317 881	4 289 295 829	4 491 380 487	4 960 801 627	~~4 116 608 216~~ 4 630 306 182
Part des OPCVM	~~83,35 %~~ 81,38 %	84,85 %	88,99 %	87,63 %	87,69 %	~~88,21 %~~ 89,52 %
Part hors OPCVM	~~16,65 %~~ 18,62 %	15,15 %	11,01 %	12,37 %	12,31 %	~~11,79 %~~ 10,48 %

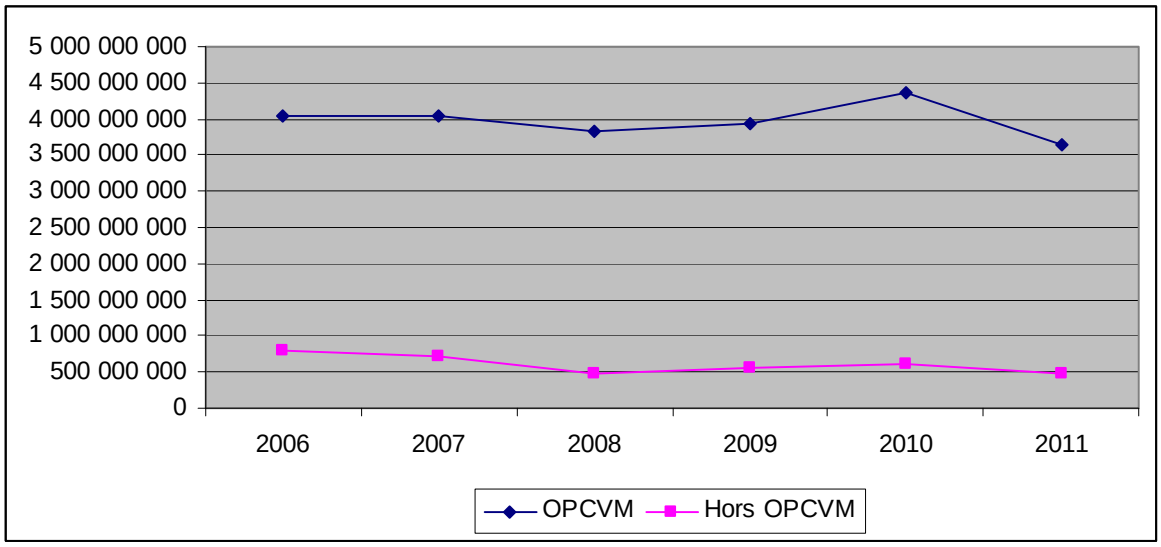
Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO + ASV. Les FCPR ont été exclus de la catégorie OPCVM.

[260] Les placements représentant les réserves du régime ASV ne sont pas gérés en direct par la caisse : on ne trouve aucun actif immobilier et les actifs mobiliers sont gérés à travers des OPCVM.

Réponse de l'organisme : *Le graphique 3 se rapporte au paragraphe 260 et non 261, et au tableau 12 (voir observations sur paragraphe 260).*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas la réponse de la caisse.*

Graphique 3 : Evolution en montant des placements en et hors OPCVM (valeur de réalisation)



Source : CARMF. Exploitation IGAS.

[261] Parmi ces OPCVM, certains sont dédiés (voir annexe 9 pour l'analyse des fonds actions et 10 pour celle des fonds obligataires) et d'autres ouverts. Après une croissance de leur nombre jusqu'en 2009, le nombre total d'OPCVM est à la baisse, cette tendance concernant en particulier les OPCVM non dédiés.

Réponse de l'organisme : *Les administrateurs ont souhaité début 2010 la réduction du nombre de lignes d'OPCVM.*
Tableau 14 : mêmes observations que pour le tableau 12 (cf observations sur paragraphe 260).

Observation de la mission : *Vu.*

Tableau 13 : Evolution du nombre d'OPCVM dédiés et non dédiés entre 2006 et 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPCVM dédié	33	35	36	35	32	33
OPCVM non dédié	21	29	30	36	30	28
Total OPCVM	**54**	**64**	**66**	**71**	**62**	**61**

Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO + ASV

Tableau 14 : Evolution des OPCVM dédiés et non dédiés en valeur de réalisation

En €	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Dédiés	~~2 667 552 538~~ 2 432 393 766	2 772 533 863	2 410 239 008	2 557 996 312	2 870 039 804	2 445 103 875
Non dédiés	~~1 314 720 365~~ 1 086 181 169	1 266 398 308	1 406 737 099	1 377 651 978	1 480 151 661	1 186 068 340
total OPCVM	~~3 982 272 902~~ 3 518 574 935	4 038 932 171	3 816 976 107	3 935 648 290	4 350 191 465	3 631 172 215
Part dédiés	~~66,99 %~~ 69,13 %	68,65 %	63,15 %	65,00 %	65,98 %	67,34 %
Part non dédiés	~~33,01 %~~ 30,87 %	31,35 %	36,85 %	35,00 %	34,02 %	32,66 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO+ASV

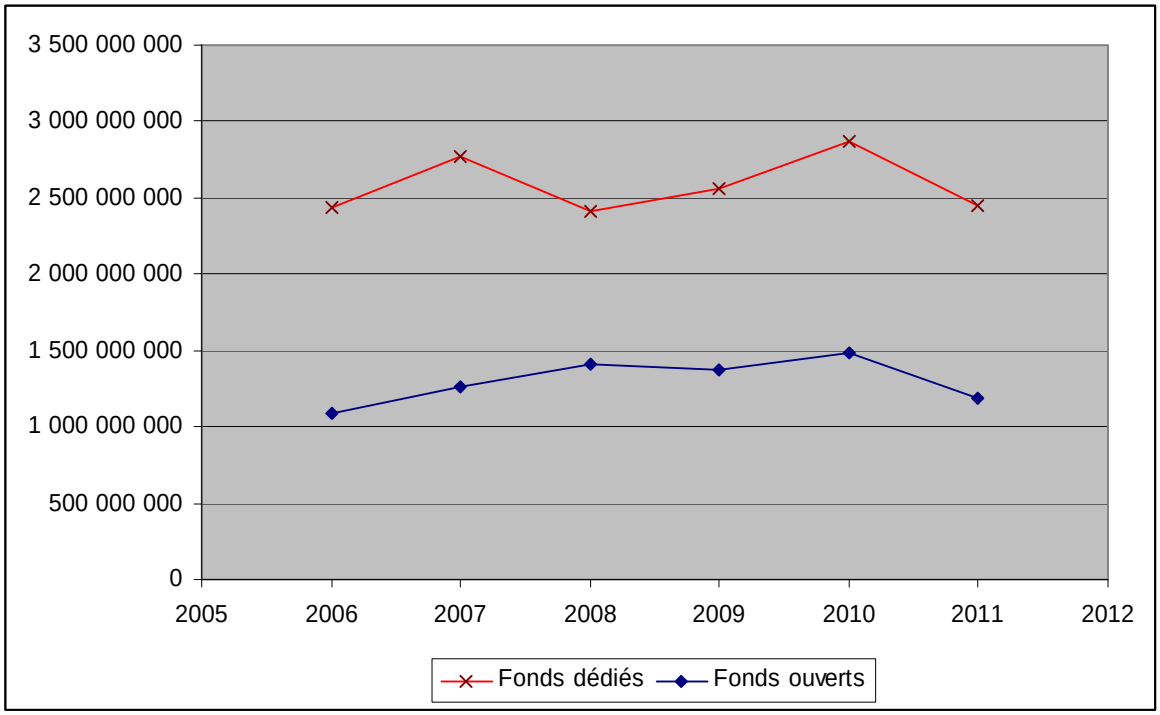
[262] Si en 2011, les OPCVM dédiés sont au nombre de 33 (soit 5 seulement de plus que les non dédiés), ils représentent en revanche un peu plus de 67 % du montant total des OPCVM.

Réponse de l'organisme : *Pour les actions, il faut noter que la CARMF possède plusieurs fonds de fonds dédiés qui regroupent un nombre relativement important de fonds ouverts et qui de ce fait sont d'un montant conséquent (exemple valeur boursière de R-MF Multi Actions Europe Diversifiées de 398 millions Euros au 30 décembre 2011).*

Observation de la mission : *Vu.*

[263] Les encours des OPCVM sont en baisse sensible en 2011.

Graphique 4 : Evolution des encours des OPCVM dédiés et non dédiés en valeur de réalisation



Source : CARMF. Exploitation IGAS

4.2. Les placements détenus à travers des fonds dédiés ne sont pas suffisamment suivis

[264] Au 31/12/11 la CARMF possédait :

- 15 fonds dédiés actions pour 1,25 Mds€ en valeur de réalisation ;
- 17 fonds communs de placement dédiés (incluant un fonds réservé à moins de 20 porteurs détenu à 92 %) à la gestion de produits de taux pour 1,20 Mds€ en valeur de réalisation, auxquels s'ajoutent 5 fonds dédiés détenus par des fonds dédiés.

4.2.1. Les objectifs assignés aux fonds ne sont pas conformes au règlement financier, manquent de clarté, s'avèrent sans lien avec le passif et laissent aux gérants une trop grande marge de manœuvre

[265] L'article 10 du règlement financier de la CARMF prévoit : *« pour tout ce qui n'est pas investissement dans des OPCVM ouverts, la caisse détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de performances et de risques et de comptes rendus de gestion. Ces contraintes sont retranscrites dans une convention de gestion […] ».*

Réponse de l'organisme : *L'univers d'investissement des OPCVM est toujours défini dans les prospectus. Un benchmark est toujours précisé sauf pour les fonds Comgest, AFPVVM et R-MF Grandes Valeurs Long Terme. Ces fonds visent à un accroissement de la valorisation de l'actif sur le long terme.*
Les prospectus indiquent les risques auxquels sont soumis les fonds ; par exemple pour R-MF Mutli Actions Europe Diversifiées : risque de perte en capital, risque de change, risque de taux, risque lié à l'utilisation des instruments financiers à terme, risque que la performance de l'OPCVM ne soit pas conforme à ses objectifs.

Observation de la mission : *La mission s'étonne que la caisse se prévale du respect de son règlement financier en exhibant la liste des risques qui n'est, selon la caisse elle-même (voir réponse sous [277]), indiquée que* « par précaution, à destination d'investisseurs non professionnels ».

[266] Par définition, la caisse a négocié les termes des prospectus des fonds dédiés, termes encadrés par son règlement financier. Or, les prospectus examinés par la mission apparaissent comme des prospectus standards, qui ne font notamment jamais référence au décret de 2002, qui fixe pourtant les contraintes en termes d'instruments autorisés, ni aux éléments de risque.

Réponse de l'organisme : *Les prospectus sont établis conformément aux règles édictées par l'AMF, qui impose une présentation standard.*

Observation de la mission : *La présentation standard permet d'inclure les contraintes, notamment réglementaires, imposées à la caisse.*

Réponse de l'organisme : *La CARMF a toujours créé des fonds dédiés conformes à la réglementation de 2002 sans pour autant la citer explicitement.*

Observation de la mission : *La caisse a pourtant créé un fonds de fonds (LYXOR OPTIMEUROCONVERTIBLES – code ISIN FR0011201151) le 21 février 2012, c'est-à-dire postérieurement à l'entrée en vigueur du décret du 1er août 2011, qui n'est pas un fonds dédié à vocation générale. Il n'est donc pas admissible.*

[267] Les objectifs assignés aux fonds sont, lorsqu'ils existent, extrêmement généraux. On citera à ce titre deux exemples :

- *« L'objectif de gestion du fonds R-MF Grandes Valeurs Long Terme est la recherche de performance, en investissant majoritairement directement ou indirectement sur les marchés actions, par la mise en œuvre d'une gestion reposant notamment sur la sélection d'instruments financiers fondée sur l'analyse financière des émetteurs ».*
- Certains fonds comme le fonds « actions France petites valeurs VM », ne comportent pas d'objectif mais uniquement des règles d'investissement, qui relèvent davantage de la stratégie.

Réponse de l'organisme : *Le fonds AFPVVM est un fonds à procédure allégée investi principalement sur les petites valeurs de la zone Euro non benchmarké et qui de ce fait recherche la valorisation de ses actifs sur le long terme.*

Observation de la mission : *En dehors de tout autre objectif, attendre d'un gérant qu'il recherche la valorisation - plutôt que non la dévalorisation - de ses actifs apparaît comme un objectif bien minimal. La notion de long terme n'est par ailleurs pas définie.*

[268] Les stratégies déployées par les gérants sont très peu encadrées par le prospectus, ce qui limite considérablement ensuite les marges de contrôle de la caisse. De manière générale, les prospectus développent un argumentaire verbeux relatif à la qualité de leurs analystes en charge de déterminer les placements optimaux : *« [Le gérant] a défini une méthode de gestion centrée exclusivement sur l'investissement dans un nombre limité de sociétés de croissance et de qualité. Cette sélection repose sur une recherche fondamentale très approfondie, réalisée en interne. L'analyse commence par une étude détaillée des derniers rapports annuels des sociétés, et s'enrichit par un travail de terrain intensif à travers des contacts fréquents avec les dirigeants, les opérationnels, et la visite de sites de production et de distribution. Les gestionnaires vérifient également de nombreux éléments auprès de la concurrence, des clients et des fournisseurs »*[34].

[34] Fonds CG actions Asie hors Japon (FR0010091561)

Réponse de l'organisme : *Les commentaires de la Mission traduisent une méconnaissance des styles de gestion des différents gérants.*
« L'argumentaire verbeux » évoqué apparaît très clair quant au style de gestion : valeur de croissance et analyse fondamentale des sociétés.
Les gérants sélectionnés par la CARMF sont pour la plupart des « stock pickers » (« sélectionneurs de valeurs ») ce qui par définition leur laisse une grande marge de choix des valeurs à sélectionner. La très grande majorité des fonds de la place sont des fonds de cette catégorie qui s'appuient sur l'analyse fondamentale très approfondie des sociétés (analyse bottom up) et de ce fait recherche les entreprises de qualité. Les reporting écrits mensuels des fonds dédiés et les reporting oraux avec les gérants (conformément aux conventions de gestion) permettent de suivre de près la gestion ligne à ligne des fonds.

Observation de la mission : *La mission entend bien que les gérants recherchent les meilleures valeurs possibles. Elle n'attend pas moins qu'une analyse « très approfondie » des sociétés soit menée, expression au demeurant beaucoup plus claire que « analyse bottom up »…*
Si la caisse suivait ligne à ligne ses fonds, elle aurait été en mesure de fournir des états détaillés des placements à toute date et très rapidement. En pratique, elle dispose d'éléments sous forme papier qui ne sont pas exploités de manière systématique. La mission maintient sa rédaction.

[269] Certains éléments de stratégie peuvent pour le moins surprendre : dans le prospectus du fonds *« Actions USA BNP PAM »* il est précisé que les titres sont choisis parmi un univers de plus de 500 grandes sociétés américaines selon une méthode analytique qui *« garantit que les choix d'investissement définitifs restent du ressort des spécialistes du marché américain, dont le jugement est plus adaptable [sic] que celui d'un modèle, aussi sophistiqué soit-il »*.

Réponse de l'organisme : *La citation tronquée utilisée par la Mission omet de préciser l'élément essentiel à savoir que la gestion du fonds repose sur un modèle quantitatif de sélections de valeurs.*
Le fonds USA BNP PAM est géré suivant un modèle quantitatif qui est ensuite contrôlé par les gérants afin de prendre en compte d'éventuelles anomalies ou évènements modifiant la stratégie des sociétés (changement important des activités, de managers,…).

Observation de la mission : *La citation n'est pas tronquée, comme le démontre l'extrait du prospectus ci-dessous :*

> Le fruit de cette recherche est discuté lors d'un comité mensuel où sont validées les recommandations de vente du modèle, et où sont choisis, à l'intérieur de la liste d'achat, les titres qui les remplaceront. Cette méthode garantit que les choix d'investissement définitifs restent du ressort des spécialistes du marché américain, dont le jugement est plus adaptable que celui d'un modèle, aussi sophistiqué soit-il.

En résumé, les gérants utilisent des modèles probablement très complexes, qui justifient les frais engagés pour en bénéficier, pour, au final, prendre les positions qu'ils souhaitent en arguant de leur jugement « adaptable *» de spécialiste.*

[270] Plusieurs prospectus contiennent des formules du type[35] : *« le gérant sélectionne donc des valeurs de <u>façon discrétionnaire</u> <u>sans contraintes</u> de répartition de secteurs et capitalistiques (grandes, moyennes, petites)* [36]*»* ou encore *« Le FCP investira sur un ou plusieurs marchés des actions, émises dans tout pays, appartenant à <u>tous les secteurs industriels</u> et de <u>toutes tailles de capitalisation boursière</u> émises dans un ou plusieurs pays. <u>La répartition géographique et/ou sectorielle des émetteurs n'est pas déterminée à l'avance</u> et s'effectuera en fonction des opportunités de marchés. »*[37].

[35] Certaines parties de la citation ont été soulignées à l'initiative de la mission.
[36] Fonds CG actions Europe (FR0007063953)
[37] R-MF Multi actions MP Energies (FR0010612911)

Réponse de l'organisme : *Les commentaires de la Mission traduisent là encore une méconnaissance des différents styles de gestion : les citations signifient simplement que la gestion ne se fait pas en référence à des indices sectoriels, géographiques ou de tailles de capitalisation.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc l'analyse de la mission, à savoir le faible encadrement des gérants.*

Réponse de l'organisme : *Comme indiqué précédemment, les gérants sont des « stock pickers » c'est-à-dire qu'ils choisissent les sociétés présentant selon eux les meilleurs fondamentaux et perspectives en tenant compte des opportunités de marchés. Ils peuvent ainsi être amenés à ne pas retenir tous les secteurs industriels ou toutes les tailles de capitalisation ou tous les pays d'une zone géographique.ils gèrent ainsi dans leur univers d'investissement déterminé et suivant leur processus d'investissement indiqué.*

Observation de la mission : *La mision ne fait pas de procès d'intention aux gérants en laissant entendre qu'ils rechercheraient des valeurs qu'ils n'estiment pas bonnes. Pour autant, la mission maintient que la caisse n'encadre que faiblement ses gérants.*

[271] En outre, les compositions de l'actif envisageable sont très étendues et pourraient contrevenir ouvertement aux dispositions du décret (ici dans 9 cas sur 15) : *« En vue de réaliser l'objectif de gestion, le FCP investit majoritairement en parts et/ou actions d'OPCVM, selon l'allocation globale suivante : Entre 0 et 100 % en OPCVM actions (dont des parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive) […] »*[38].

Réponse de l'organisme : *La CARMF respecte la réglementation dans la mesure où elle n'a que des fonds de fonds dédiés libellés en Euro. Dans la réglementation, rien n'est spécifié quant au contenu de ces fonds.*

Observation de la mission : *La caisse a une interprétation particulièrement libérale de la réglementation, dont le caractère prudentiel devrait au contraire conduire à une interprétation prudente.*

Réponse de l'organisme : *Pour ce qui est de R-MF Multi Actions Europe Diversifiée, il est précisé qu'il investit en parts/et ou actions d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés.*

Observation de la mission : *L'extrait de prospectus ci-dessous démontre le contraire :*

Dans la limite de la fourchette de détention précisée dans le tableau ci-dessous, le FCP pourra détenir :

- des parts ou actions d'OPCVM conformes à la directive, de droit français ou européen, quelle que soit la classification AMF ;
- des parts ou actions d'OPCVM de droit français non conformes à la directive et, dans la limite de 10% de l'actif, des parts d'OPCVM de droit étranger non conformes à la directive, de type OPCVM de fonds alternatifs allégés ou non, FCIMT, OPCVM investissant plus de 10% en en parts ou actions d'OPCVM ou de fonds d'investissement, OPCVM nourricier, OPCVM à Règles d'investissement allégées, OPCVM à procédures allégées, OPCVM contractuels ;
- des parts ou actions d'OPCVM de droit français conformes ou non gérés par le groupe Rothschild.

Réponse de l'organisme : *On ne parle pas d'OPCVM de droit étranger.*

Observation de la mission : *Il appartient à la caisse de mettre à jour le prospectus de son propre fonds.*

[38] R-MF Multi actions Europe DIV (FR0010344994)

[272] Si la CARMF peut influer sensiblement sur le contenu du prospectus, les analyses produites par la mission montrent que ce n'est pas le cas dans les faits. La mission insiste notamment sur le fait qu'aucune référence n'est faite au passif spécifique de la caisse de retraite, ni à son allocation stratégique, ni à la réglementation. Cela n'est pas plus le cas dans la convention de gestion liant le gérant et la caisse.

Réponse de l'organisme : *La CARMF définissant elle-même l'allocation stratégique et tactique d'actifs et les catégories de fonds dans lesquels elle investit (produits « purs »), les objectifs assignés aux fonds dans le prospectus et dans la convention de gestion n'ont pas à faire référence à ces allocations.*

Observation de la mission : *La caisse confirme ainsi que son encadrement des fonds est minimal et se limite à un (large) univers d'investissement et un indice de gestion.*

4.2.2. Les conventions de gestion ne sont pas toujours à jour

[273] Concernant les conventions, la mission a audité les seules conventions de fonds dédiés action et constaté que dans ~~4~~ 3 cas sur 15, les conventions ont été signées entre ~~4~~ 3 et 8 ans après la création des fonds. La mission s'interroge d'ailleurs sur l'élément ayant déclenché ces régularisations puisqu'il semble que pendant ce délai, les comptables ont bien procédé aux paiements, sans base conventionnelle pourtant prévue par l'article 10 du règlement financier.

Réponse de l'organisme : *On voit mal comment la CARMF aurait pu créer un fonds dédié sans signer de convention de gestion. Une telle affirmation de la Mission aurait dû s'accompagner de la liste de fonds et des documents incriminés.*

Observation de la mission : *D'après les documents fournis par la caisse, les fonds suivants présentent des écarts significatifs entre date de création du fonds et date de signature du contrat (et non des avenants) :*
- fonds « ACTIONS FRANCE PETITES VAL VM » (code ISIN : FR0000986176), créé le 19 juin 2002, convention du 5 avril 2007 ;
- fonds « ACTIONS EURO CA-MF » (code ISIN : FR0007011903), créé le 8 juillet 1997, convention du 5 avril 2002 ;
- fonds « SGAM ACTIONS Etats-Unis » (code ISIN : FR0007064126), créé le 10 octobre 2001, convention du 29 juin 2005.
L'observation est maintenue, mais la rédaction sera modifiée dans le sens d'une plus grande précision (3 fonds concernés au lieu de 4 et délais compris entre 3 et 8 ans).

Réponse de l'organisme : *Il semble que la mission fasse référence aux fonds qui ont fait l'objet d'avenant. Dans ce dernier cas, c'est le dernier avenant qui a été communiqué. Il ne s'agit donc pas de régularisation, les avenants modifiant certains éléments des conventions. Par exemple, la CARMF, qui détenait conformément à la réglementation des fonds 50/50, a par la suite été autorisée à détenir des fonds « purs » sur le plan géographique.*

Observation de la mission : *La mission a travaillé sur la base des documents fournis par la caisse. Elle a en outre distingué conventions et avenants.*

4.2.3. La caisse ne suit pas les risques présentés par les fonds qu'elle possède

[274] Aucun des documents mis à disposition de la mission par la CARMF concernant les placements ne repose sur une approche de la gestion par les risques. Il n'est pas donc pas surprenant de ne trouver que de très rares mentions des risques dans les documents d'ordre financier.

Réponse de l'organisme : *La notion de risque est une notion très générale qui peut recouvrir des risques différents et des éléments quantitatifs (en général pour un fonds la volatilité). Les fiches d'analyse de fonds présentées à la Commission de Placements précisent la volatilité.*

Observation de la mission : *La volatilité n'est pas systématiquement communiquée : les fonds dédiés taux ne comprennent pas cette donnée.*

[275] Comme le rapport le souligne *supra*, les comptes rendus des conseils d'administration ou des commissions de placement ne mentionnent pratiquement jamais le terme de risque.

Réponse de l'organisme : *Voir observations supra.*

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

[276] Les prospectus des fonds ou les conventions qui les accompagnent ne sont pas plus détaillés sur cette question. Les risques sont souvent présentés sous toutes leurs formes, sans pour autant que des niveaux de risques acceptables soient précisés. Il s'agit plutôt pour les gérants d'alerter sur la panoplie des risques potentiels et souvent non spécifiques liés au fonds. On trouve par exemple la liste suivante, assortie des définitions de chaque risque : *« Les risques encourus par les porteurs de parts sont les suivants : risques liés aux investissements en OPCVM de gestion alternative ; risque de liquidité, risque de volatilité ; risque de gestion ; risque de taux ; risque de crédit ; risque de perte en capital ; risque lié à l'effet de levier ; risque de change ; risques liés à l'existence de règles de dispersion des risques très souples ; risque de contrepartie ».*

Réponse de l'organisme : *Ces mentions très générales, sont indiquées par précaution, à destination d'investisseurs non professionnels.*
Les prospectus des fonds ou les conventions ne mentionnent pas le risque maximum autorisé. Cependant, avant toute création de fonds dédié, la CARMF a fait son choix sur la base de fonds existants gérés par ces mêmes établissements et sur la base du même processus d'investissement. Les paramètres rentabilité/volatilité ont été alors étudiés avec précaution. Après la création des fonds dédiés, la CARMF est informée chaque mois sur la volatilité du fonds dédié dans le reporting.

Observation de la mission : *Vu.*

[277] Les conventions précisent dans 8 cas sur 15 qu'une mesure de risque de type volatilité notamment sera fournie à la caisse de manière mensuelle, mais les différents documents fournis à la mission n'ont pas permis d'établir qu'une utilisation était faite de ces informations.

Réponse de l'organisme : *Le suivi de la volatilité fait partie des indicateurs utilisés pour le contrôle du fonds.*
Il a été montré aux inspecteurs un reporting type (en l'occurrence celui de « Lazard Actions Euro ») avec l'indication de la volatilité. Aucun reporting de fonds dédié n'a été demandé. On contrôle sur les reporting mensuels la volatilité des fonds comparée à celle de l'indice de référence.

Observation de la mission : *La mission s'étonne de la réponse de la caisse : lors des entretiens menés par la mission, les équipes ont indiqué ne pas exploiter systématiquement les données de volatilité, ce qui explique d'une part que les reportings n'aient pas été demandés – d'autant que le format des reportings est standard et la volatilité y est indiquée – et d'autre part que les indicateurs de volatilité ne soient pas communiqués aux administrateurs.*
En toute hypothèse, malgré les demandes de la mission, la caisse n'a pas été en mesure de fournir de tableau de bord indiquant un suivi des indicateurs de risque. La rédaction est maintenue.

[278] Un reporting (état détaillé des placements et détail des 10 premières lignes), le plus souvent établi sur une base au moins mensuelle, est prévu par les conventions, la transparence totale (*« la CARMF doit avoir accès sur simple demande raisonnable (sic), à tous les documents afférents à la gestion du fonds »*[39]) n'étant prévue dans les conventions que dans 5 cas sur 15. La mission n'est pas en mesure de documenter l'usage qui est fait de ces reporting, notamment à destination des administrateurs. En revanche les gestionnaires ont indiqué lors des entretiens réagir en tant que de besoin aux reporting des fonds en prenant contact directement avec eux. De la même manière, des réunions régulières (trois ou quatre fois par an) sont prévues dans les conventions (7 sur 15) et ont été mentionnées lors des entretiens avec les gérants de la caisse, sans que la mission n'ait trouvé de trace des conclusions de ces échanges dans les comptes-rendus des commissions.

Réponse de l'organisme : *Le reporting détaillé des fonds constitue une part importante du travail des gestionnaires de la CARMF, qui en font la synthèse, notamment en ce qui concerne les performances, pour la Commission de Placements et alertent la Commission lorsque les résultats ne sont pas satisfaisants.*

Observation de la mission : *Les observations de la mission portaient sur le suivi des indicateurs de risque, pas sur le suivi des indicateurs de performance.*

Réponse de l'organisme : *Remettre à la Commission de Placements un reporting détaillé et exhaustif des fonds conduirait à la noyer sous un flot de documents, alors que la Mission reproche déjà à la Caisse de fournir à la Commission des dossiers trop volumineux.*

Observation de la mission : *La mission ne recommande pas la transmission systématique et intégrale des éléments de reporting.*

Réponse de l'organisme : *Les reporting sont reçus et analysés mensuellement. La CARMF reçoit sur simple demande le portefeuille exhaustif. Des informations supplémentaires sont obtenues soit sur appel téléphonique soit lors des reporting oraux. A leur demande, des Administrateurs ont assisté à des reporting oraux.*

Observation de la mission : *La caisse confirme donc la description faite par la mission.*

[279] Si les services de la caisse considèrent qu'ils connaissent bien leurs fonds dédiés et exercent un suivi régulier adéquat, la mission insiste sur le fait que ce suivi ne fait pas l'objet d'un processus formalisé qui garantit une bonne maîtrise des risques pas plus qu'une bonne information des administrateurs.

Réponse de l'organisme : *A chaque reporting oral, la société de gestion remet un dossier complet sur le fonds dédié qui est étudié en séance d'environ deux heures avec notamment l'indication de la volatilité du fonds comparée à celle de son benchmark. Les Administrateurs sont tenus informés d'une part par les documents transmis lors des Commissions (graphes, tableaux, transparents,…) d'autre part, par des commentaires oraux lors de la présentation des graphes correspondants.*

Observation de la mission : *La mission a établi sous [178] que les administrateurs ne se voient pas communiquer d'indicateurs de risque.*

[39] Actions Euro-USA BNP-PAM

[280] La caisse a indiqué à la mission que plusieurs contrôles ont été effectués sur des fonds dédiés par des auditeurs externes en 2009 et 2010 (Lazard Trésodyn Euro (Hewit) ; MFAI Indexeuroblig (Insti 7) ; BFT Altinvest (Insti 7) ; Aberdeen Euroblig Altindex (Insti 7) ; Actions Japon Invest (Hewit). Ces audits, dont le commanditaire[40] n'est pas connu de la mission, sont d'inégale qualité. La portée des conclusions est donc limitée. Globalement, il ressort pourtant des audits menés en 2010 :

- L'insuffisance de définition du cadre d'intervention des gérants (risque, univers d'investissement, etc.) ;
- Le défaut de reporting et de prise en compte en transparence des risques ;
- Le défaut dans le suivi par la CARMF (frais, contrôle interne, etc.)

Réponse de l'organisme : *Les audits ont été réalisés, à la demande de la Direction, sur des fonds dont le reporting faisait apparaitre de mauvais résultats.*
En fonction du montant de ces audits, les contrats ont été passés par le Directeur, soit de gré à gré (en cas de marché inférieur au seuil des marchés), soit en procédure adaptée, mais toujours avec mise en concurrence.

Observation de la mission : *Vu.*

[281] Par ailleurs, certaines conclusions d'un audit apparaissent peu exploitables : le départ d'un gérant du fonds « Actions Japon Invest » aurait entraîné une *« baisse de motivation/envie de Mme Van Lang »* ;

[282] Si des conclusions ont été tirées de ces audits, elles ne sont retracées ni dans les comptes-rendus de commission des placements, ni dans ceux des conseils d'administration.

Réponse de l'organisme : *Les résultats des audits ont conduit à modifier sensiblement la gestion des fonds audités et dans certains cas, à les vendre.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission qui portaient sur la communication des résultats des audits aux organes délibérants. La mission comprend donc que cette communication n'a pas eu lieu.*

[283] La mission note également qu'en dépit du peu de contraintes que la caisse fait peser sur ses fonds dédiés, ces dernières pourraient ne pas être respectées. La caisse ne suit pas les remontées d'anomalies auprès des dépositaires. Sur requête de la mission, elle a demandé ces remontées qui montrent que les anomalies sont peu nombreuses et le plus souvent rapidement réglées.

Réponse de l'organisme : *La mission de surveillance des anomalies et des corrections à y apporter relève du dépositaire qui les règle en général directement avec la société de gestion. Seuls les cas graves sont signalés à la Caisse (ils sont très rares).*

Observation de la mission : *La mission ne dit pas autre chose.*

4.2.4. La caisse ne consolide pas ses placements

[284] La caisse dispose des états détaillés des placements détenus par ses fonds dédiés. Ces états détaillés, qui sont parfois communiqués aux membres de la commission des placements, se présentent sous la forme de listes difficilement exploitables de manière automatisée, et en pratique non exploitées. Sur demande de la mission, la caisse a établi un état détaillé de ses placements au 31 décembre 2011 sous forme électronique.

[40] La mission n'a pas trouvé de trace de ces audits dans la liste des marchés publics de la caisse et elle en déduit donc que le commanditaire n'est pas la CARMF.

[285] De l'exploitation de ce document par la mission, il ressort que 261 lignes sont redondantes, avec la répartition suivante :

Tableau 15 : Composition des redondances de lignes

Nombre de fois où apparaît la ligne	Nombre de lignes concernées	Montants concernés
2	155	467 991 706
3	54	322 428 163
4	20	277 040 553
5	12	116 739 456
6	8	94 812 961
7	6	80 478 392
8	4	57 113 528
9	1	10 526 216
18	1	626 275
Total	261	1 427 757 250

Source : Mission IGAS - Montants en euros et en valeur de réalisation.

[286] Les instruments redondants sont aussi bien des actions que des obligations (vanille[41], indexées ou convertibles), des OPCVM ou des instruments financiers à terme.

[287] Ainsi, l'obligation convertible Peugeot S.A. arrivant à échéance en 2016 est détenue directement par la caisse, mais aussi au travers de 8 OPCVM dédiés ou réservés à moins de 20 porteurs (FORTI OBLICONVERTIBLES, ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO, ABERDEEN OBLI CONVERTIBLES EURO, EQUI OBLICONVERTIBLES EURO, EURO-CONVERTIBLES, R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO, ODDO OBLI CONVERTIBLES EURO et LCF OBLICONVERTIBLES EURO). Cette obligation convertible est détenue en direct par la caisse à hauteur de 2,3 M€, mais l'exposition réelle s'élève à 10,5 M€.

Réponse de l'organisme : *La consolidation des positions au ligne à ligne du portefeuille est en effet limitée par la détention de fonds ouverts avec par ailleurs un effet retard sur l'accès aux positions sachant la priorité donnée aux gérants actifs.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission.*

[288] S'agissant de la gestion directe, tant actions qu'obligataire (voir annexe 13), seule 1 ligne sur 3 (pour les actions) ou sur 8 (pour les obligations) choisie par le gérant interne n'a été choisie par aucun gérant externe. Les écarts peuvent être importants : la caisse pourrait croire être exposée à hauteur de 1,3 M€ (respectivement 18,8 M€) en actions NESTLÉ (respectivement L'OREAL) alors qu'en fait son exposition s'élève à 9,3 M€ (respectivement 32,8 M€).

Réponse de l'organisme : *En aucun cas, une seule valeur ne représente plus de 5 % des avoirs de la CARMF, ce qui est la contrainte réglementaire.*

Observation de la mission : *La mission n'a pas écrit que cette obligation était violée par la caisse. Elle constate, **sans être contredite par la caisse**, que cette dernière ne mesure pas son exposition globale.*

[41] Une obligation vanille est une obligation détachant annuellement un coupon non nul et remboursant le nominal à l'échéance.

[289] Il apparaît ainsi que les débats concernant l'allègement ou le renforcement de certaines lignes peuvent être vains, les mouvements décidés en gestion directe pouvant être considérablement amplifiés (ou au contraire annulés) par les décisions identiques (ou inverses) des gestionnaires externes. Ainsi, les documents présentés à la commission des placements du 18 novembre 2011 montrent que des allègements ont eu lieu en 2011 sur 29 lignes et des renforcements sur 20 lignes. Or 23 des 29 lignes allégées étaient également détenues par d'autres gérants, ainsi que 15 des 20 lignes renforcées[42].

Réponse de l'organisme : *La diversification des gérants diminue le risque global du portefeuille. La coordination des décisions d'achat ou de vente (d'ailleurs interdite en droit) augmenterait sensiblement ce risque.*

Observation de la mission : *La caisse ne peut prétendre diversifier son portefeuille tout en le méconnaissant dans sa composition précise.*
La coordination incombe à la caisse, pas aux gérants. Par exemple en transmettant de l'information ponctuelle sur des valeurs qui pourraient induire un risque de concentration trop élevé. De plus, la coordination la plus simple demeure le compartiment, seuls quelques gérants intervenant sur un même segment de marché.
La mission fait remarquer que l'effet de diversification souhaité pourrait probablement être obtenu, et pour un coût bien moindre, en ayant recours à des fonds indiciels.

Réponse de l'organisme : *La gestion directe est gérée de façon indépendante et doit être considérée comme une gestion complémentaire sur les valeurs de la zone Euro. Il n'est pas étonnant qu'un grand nombre de valeurs soient communes à d'autres fonds délégués puisque la gestion directe concerne les grandes valeurs de la zone Euro.*
Plusieurs lignes ont été allégées et renforcées courant 2011. Il s'agit d'opération de trading des ventes ayant eu lieu avant le krach d'Août 2011 et renforcées ensuite à des cours nettement inférieurs.

Observation de la mission : *La caisse devrait s'interroger sur l'intérêt d'empiler, pour une même classe d'actifs, les styles de gestion et gérants qui conduisent à obtenir un comportement « moyen » en accumulant les frais.*

[290] On remarquera par ailleurs également que les effets de concentration ainsi mis en évidence sont minorés, les fonds ouverts détenus par la caisse n'ayant pas donné la composition ligne à ligne de leur portefeuille. On observera que l'usage voulant que les fonds ouverts ne donnent pas leur composition ligne à ligne est profondément remis en cause par le besoin de prise en compte de leurs actifs en transparence totale imposé par la réglementation des organismes bancaires et assureurs : il est ainsi de plus en plus aisé d'obtenir cette composition pour des fonds ouverts.

Réponse de l'organisme : *Il y a en premier lieu la recherche de diversification géographique et par nature (par exemple or et matières premières, Long/Short equity, FCPR). Par ailleurs, tous les gérants opérant sur les actions européennes ne gèrent pas de la même manière : certains ont un biais croissance (fonds Comgest) et d'autres ont une approche « value » (fonds Centifolia, Europe Value,…). La Caisse a également investi sur des gestions « Minimum Variance » (Unigestion) qui visent à sélectionner les tires les moins volatils et dans des fonds flexibles qui font varier leurs expositions aux marchés actions.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond en rien à l'observation de la mission, qui rappelait que la composition ligne à ligne des fonds ouverts devenait de plus en plus aisée à obtenir.*

Recommandation n°21 : Consolider les positions ligne à ligne des fonds dédiés comme ouverts détenus par la caisse.

[42] On observera en outre que 15 lignes ont été allégées et renforcées courant 2011.

[291] Il apparaît enfin contradictoire que la caisse souhaite diversifier ses placements sans en même temps se soucier des effets de concentration sur certaines valeurs liés à l'absence de contrôle fin des investissements délégués. Ainsi, la caisse ne peut prétendre diversifier ses actifs sans les connaître précisément.

Réponse de l'organisme : *Compte tenu de la dispersion des portefeuilles gérés en direct et délégués, la concentration sur certaines valeurs est limitée et reste très inférieure au niveau réglementaire (5 % de l'actif global).*

Observation de la mission : *Il incombe à la caisse de s'assurer en permanence du respect de cette contrainte, qui résulte aujourd'hui plus de la conjoncture que d'une démarche maîtrisée.*

4.3. La caisse ne respecte ni les règles d'admissibilité, ni les règles de dispersion

4.3.1. La caisse détient des instruments non admissibles à hauteur de 1,2 Mds€

[292] La caisse détient des instruments non admissibles pour 1 257 M€ en valeur comptable et 1 186 M€ en valeur de réalisation. Il existe trois motifs de non admissibilité :

- la présence de fonds dédiés contractuels n'ayant pas une vocation générale, ces fonds représentant 1 170 M€ en valeur comptable et 1 100 M€ en valeur de réalisation ;
- la détention directe d'EMTN ne répondant aux conditions imposées par l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale pour un montant de 35 M€ en valeur comptable et 31 M€ en valeur de réalisation ;
- la détention directe de fonds immobiliers ne répondant aux conditions imposées au 10° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale pour un montant de 52 M€ en valeur comptable et 55 M€ en valeur de réalisation.

Réponse de l'organisme : *Les instruments mentionnés par la Mission sont admissibles (voir infra).*

Observation de la mission : *Argument d'autorité.*

4.3.1.1. La caisse détient des fonds contractuels n'ayant pas une vocation générale

[293] L'article R. 623-6 du code de la sécurité sociale autorise la caisse à détenir :

- des OPCVM européens coordonnés (« *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* ») ;
- des OPCVM français agréés par l'AMF (OPCVM régis par la sous-section 1 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier). En pratique, les OPCVM ouverts de droit français ressortent de cette catégorie ;
- des OPCVM français à vocation générale régis par l'article L. 214-27 du code monétaire et financier, ce qui exclut ainsi de manière explicite :

- les FCPR (dont la détention est par ailleurs autorisée par le 6° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale), les fonds communs de placement dans l'innovation ou fonds d'investissement de proximité ;
- les OPCVM agréés réservés à certains investisseurs ;
- les OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs.

Réponse de l'organisme : *L'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale a été instauré par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002. Cet article a ensuite été modifié deux fois par le décret n° 2004-460 du 27 mai 2004 et par le décret n° 2011-922 du 1er août 2011, consécutivement à des modifications de rédaction du Code Monétaire et Financier, auquel renvoie cet article.*
Jusqu'au décret du 1er août 2011, étaient admissibles les fonds communs de placements régis par les sous-sections 1 à 6 de la section I du chapitre IV du titre 1er du livre II du Code Monétaire et Financier, concernant notamment pour la sous-section 6 (devenue sous-section 9 à la suite de l'ordonnance n° 2005-429 du 6 mai 2005) les OPCVM réservés à certains investisseurs :
Paragraphe 1 : OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) (articles L 214-35 et L 214-35-1)
Paragraphe 2 : OPCVM contractuels (articles L 214-35-2 à L 234-35-6).
La CARMF a investi à ce titre dans des OPCVM contractuels avant le 1er août 2011.
Le décret du 1er août 2011 a modifié sensiblement la rédaction du Code Monétaire et Financier et a modifié en conséquence l'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale.
Toutefois, à l'occasion de cette modification, le champ de l'article R 623-6 a été restreint aux fonds à vocation générale régis par l'article L 214-27 du Code Monétaire et Financier, les fonds contractuels étant désormais régis par les articles L 214-36 et L 214-36-5 du Code Monétaire et Financier.
Cette modification a été faite sans aucune concertation préalable, ni aucune information des investisseurs concernés par l'article R 623-6.

Observation de la mission : *La mission ne se prononce pas sur le manque de concertation ayant entouré la prise de ce décret. Pour autant, cet état de fait n'enlèverait rien à la validité du décret. De plus, ce texte est paru au journal officiel le 3 août 2011. La caisse ne peut prétendre n'avoir pas été informée.*

Réponse de l'organisme : *On peut penser qu'il s'agit d'une erreur ou d'une omission, d'autant plus que pour les FCPR, les fonds contractuels sont explicitement autorisés (article L 214-37).*

Observation de la mission : *On peut également penser que le pouvoir réglementaire ne prend pas des décrets par erreur, d'autant plus que le décret en question n'a pas fait l'objet du moindre erratum depuis sa parution il y plus d'un an.*

Réponse de l'organisme : *En effet, la modification concerne également les mutuelles et institutions de prévoyance qui étaient autorisées à détenir les FCP régis par les sous-sections 1 à 8, correspondant aux nouveaux fonds à vocation générale.*
Pour les organisations autonomes d'assurance vieillesse, le texte de 2002 faisait référence aux sous-sections 1 à 6, puis la sous-section 6 est devenue sous-section 9 en 2005, mais le texte de l'article R 623-6 n'a pas été modifié.
Le nouveau texte apparemment ne change rien, alors qu'il supprime l'admissibilité des fonds ARIA et contractuels, anciennement référencés en sous-section 9.

Observation de la mission : *Le nouveau texte interdit la détention de fonds dédiés contractuels qui n'auraient pas une vocation générale.*

Réponse de l'organisme : *Cette anomalie a été d'ailleurs spontanément indiquée par la CARMF à la Mission.*

Observation de la mission : *La mission ne peut pas suivre la caisse dans son argumentation lorsqu'elle considère que la réglementation est, au moins pour partie, une anomalie.*

Réponse de l'organisme : *En tout état de cause, en vertu de la non rétroactivité des textes réglementaires, le décret du 1er août 2011 peut-il s'appliquer aux fonds contractuels créés antérieurement à sa parution ?*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas en quoi le principe de non rétroactivité des actes administratifs s'oppose à l'application du décret du 1er août 2011 aux fonds contractuels créés antérieurement à sa parution. Il n'existe pas de droit au maintien de la réglementation en droit français.*

Réponse de l'organisme : *Le décret n'a prévu aucune disposition ni aucun délai pour fermer ces fonds ou les transformer.*

Observation de la mission : *La caisse fait probablement référence à l'arrêt rendu par le Conseil d'État le 24 mars 2006 (Sté KPMG et autres). Dans le cas d'espèce, la nouvelle réglementation portait atteinte à des contrats en cours, ce qui n'est pas le cas du décret du 1er août 2011, qui s'applique à la caisse, et nullement aux contrats qu'elle aurait pu souscrire. La mission a au demeurant établi sous [267],* ***sans être contredite par la caisse****, que la réglementation applicable à cette dernière n'est jamais mentionnée dans les conventions de fonds. La nouvelle réglementation est donc sans effet sur les conventions en cours, qui demeurent valables.*
La mission fait toutefois observer que les conventions prévoient généralement une clause de dénonciation permettant à la caisse de rapidement se mettre en conformité avec la réglementation : « la dénonciation initiée par [la caisse] prend effet dès réception par la Société de Gestion de la lettre recommandée de dénonciation avec accusé de réception.
La Société de Gestion s'engage, dès dénonciation de la convention […], à suivre les instructions données par [la caisse] tendant au transfert du FCP auprès d'une société de gestion agréée par l'Amf aux fins de cette reprise *» (extrait de la convention du fonds « BNPP AM OPTIMEUROBLIG »).*

Réponse de l'organisme : *Par ailleurs, une importante refonte du Code Monétaire et Financier, conforme à la directive AIFM va être réalisée d'ici au 31 juillet 2013.*

Observation de la mission : *La caisse est donc informée de la probable refonte de la réglementation qui lui est applicable.*

Réponse de l'organisme : *Cette refonte va entraîner une modification de la réglementation applicable aux organisations autonome d'assurance vieillesse, ce qui devrait permettre de clarifier cette question.*

Observation de la mission : *La situation est très claire : depuis le 3 août 2011, les fonds contractuels qui ne sont pas à vocation générale ne sont pas admissibles.*

[294] Le tableau suivant regroupe les fonds détenus fin 2011 par la caisse non admissibles en application des dispositions combinées des articles R. 623-6 du code de la sécurité sociale et L. 214-27 du code monétaire et financier :

Réponse de l'organisme : *Tous les fonds mentionnés dans la liste établie par la Mission ont été créés avant le 1er août 2011 et étaient donc admissibles lors de leur création.*

Observation de la mission : *La mission n'a en rien prétendu que les fonds n'étaient pas admissibles* ab initio*, mais qu'ils le sont devenus après l'entrée en vigueur du décret de 2011.*
Le fonds LYXOR OPTIMEUROCONVERTIBLES (Code ISIN : FR0011201151), créé le 21 février 2012 et donc hors de la période sous contrôle, n'est pas admissible au titre du décret du 1er août 2011. Le fait que la caisse ait continué à investir dans des fonds non admissibles postérieurement à la parution du décret de 2011 permet de relativiser la portée de l'argumentaire développé par la caisse sur l'application rétroactive que ferait la mission de la réglementation.

Réponse de l'organisme : *La Caisse souhaite le maintien de l'admissibilité des fonds contractuels (et ARIA) dans la nouvelle réglementation.*

Observation de la mission : *Vu.*

Tableau 16 : Liste des fonds contractuels non admissibles

Code ISIN	Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FR0000989378	ABERDEEN EUROBLIG ALTINDEX	106 676 786,59	91 925 293,80
FR0010547794	ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	58 735 556,00	57 691 544,00
FR0000986176	ACTIONS FCE PETITES VAL VM	52 044 519,03	30 449 021,68
FR0010278176	BFT ALTINVEST	27 157 121,25	28 135 863,64
FR0010889345	BNPP AM OPTIMEUROBLIG	292 990 086,29	298 474 860,41
FR0010657346	FORTIS OBLIG INFLATION EURO	50 046 286,00	53 726 724,00
FR0010255125	LFP SPREAD EUROBLIG	91 248 378,58	93 654 429,15
FR0010181487	MF AI INDEXEUROBLIG	23 219 532,00	25 113 349,60
FR0010926196	R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM	60 083 790,00	57 151 450,00
FR0010786475	R-MF LONG SHORT	86 584 480,85	85 383 285,44
FR0010404350	R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS	224 745 650,85	205 503 175,80
FR0010612911	R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES	65 158 608,84	43 046 937,08
FR0011034412	R-MF OBLI CREDIT EURO	31 495 948,00	29 977 171,00
Total		***1 170 186 744,28***	***1 100 233 105,60***

Source : IGAS, d'après données CARMF – montants en euros.

4.3.1.2. La caisse détient des obligations structurées ne répondant pas aux conditions de l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale

[295] S'agissant des obligations structurées, la caisse les ventile comme obligations relevant du 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. La mission estime au contraire qu'elles relèvent du 4° du même article. 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* » (art. L. 213-5). Leurs règles d'émission sont celles prescrites aux articles R. 228-57 à R. 228-86 du code de commerce (art. R. 213-15) ;
- « *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* » (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]* ».

Réponse de l'organisme : *Toutes les obligations structurées que possède la Caisse sont des obligations de droit français répondant aux règles de l'article L 213-5 du Code Monétaire et Financier, et non des BMTN ou des EMTN.*

Observation de la mission : *Argument non étayé. Il aurait pourtant suffi, comme suggéré par la rédaction retenue par la mission, de fournir l'identité du représentant de la masse, ou les convocations ou procès-verbaux des assemblées générales des obligataires. La caisse n'apportant aucun élément probant, la mission maintient son constat.*

[296] 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 n'est donc pas une obligation et doit être considéré comme un BMTN.

[297] Les EMTN détenus par la caisse ne remplissent pas les conditions posées par l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale, en particulier en ce qui concerne la taille minimale de l'émission, la clause de liquidité ou la double valorisation par des organismes indépendants. Ces actifs ne sont donc pas admissibles.

Réponse de l'organisme : *La Caisse ne détient pas d'EMTN, mais des obligations.*

Observation de la mission : *La caisse n'a pas été en mesure de démontrer cette affirmation.*

Tableau 17 : Liste des obligations structurées non admissibles

Code ISIN	Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FR0010729079	ABSOLUTE RENDEMENT 26/08/2019	10 000 000,00	9 283 000,00
FR0010451773	OBLIG MONEVOL EUR 2015	10 000 000,00	10 443 000,00
FR0010237123	SGOE ALM OPTIMIZER	10 000 000,00	6 858 000,00
FR0010348185	SHARPE +	5 000 000,00	4 696 500,00
Total		***35 000 000,00***	***31 280 500,00***

Source : IGAS, d'après données CARMF – montants en euros.

4.3.1.3. Certains fonds immobiliers et le vignoble récemment acquis par la caisse ne sont pas admissibles

[298] En matière immobilière, l'analyse des statuts de certains fonds dans lesquels la CARMF a investi montre que trois d'entre eux ne sont pas admissibles car ils n'ont pas un objet strictement immobilier (voir Annexe 2).

Réponse de l'organisme : *La CARMF considère que les 3 fonds immobiliers mentionnés ont un objet strictement immobilier, comme le stipulent leurs statuts.*
La Mission confond l'objet des sociétés et l'utilisation des divers instruments permettant de concourir à la réalisation de cet objet.

Observation de la mission : *Les statuts de la société foncière LFPI l'autorisent à mener «* toutes opérations, affaires ou entreprises quelconques, financières, industrielles, commerciales, mobilières ou immobilières et, plus particulièrement, celles se rattachant directement ou indirectement [à l'objet social] ou qui seraient de nature à faciliter, favoriser ou développer son commerce et son industrie, et ce, tant en France que dans tous les autres pays *».*
La mission maintient donc son observation.

[299] Aussi, la mission considère que l'investissement dans ces trois fonds ne respecte pas les dispositions du 10° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Ces derniers doivent donc être sortis du portefeuille immobilier de la caisse et représentent 62,7 M€ d'engagements au 31 décembre 2011 :

Réponse de l'organisme : *La CARMF considère que les 3 fonds immobiliers mentionnés ont un objet strictement immobilier, comme le stipulent leurs statuts.*
La Mission confond l'objet des sociétés et l'utilisation des divers instruments permettant de concourir à la réalisation de cet objet.

Observation de la mission : *Les statuts de la société foncière LFPI l'autorisent à mener «* toutes opérations, affaires ou entreprises quelconques, financières, industrielles, commerciales, mobilières ou immobilières et, plus particulièrement, celles se rattachant directement ou indirectement [à l'objet social] ou qui seraient de nature à faciliter, favoriser ou développer son commerce et son industrie, et ce, tant en France que dans tous les autres pays *».*

Réponse de l'organisme : *Dans le tableau 18, il convient de remplacer la terminologie SCI Saint-Ferdinand (société civile détenue à 100 % par la CARMF) par le fonds luxembourgeois EOIV.*

Observation de la mission : *Dont acte. La rédaction sera modifiée en ce sens.*

Tableau 18 : Liste des fonds immobiliers non admissibles

Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FONCIERE LFPI SAS	32 650 000,00	35 097 600,00
FLE SICAV FIS	19 432 739,35	19 733 232,04
~~SCI SAINT FERDINAND~~ Fonds EOIV	7 000 000,00	7 000 000,00
Total	***52 082 739,35***	***54 830 832,04***

Source : IGAS d'après données CARMF – montants en euros.

[300] Bien que n'entrant pas à proprement parler dans l'horizon temporel de la mission puisque l'acquisition a été effectuée en 2012, le vignoble bordelais est considéré comme non admissible par la mission (pour un montant de 62,5 M€) en raison de la présence d'une composante mobilière par l'intermédiaire des marques détenues.

Réponse de l'organisme : *La composante mobilière visée constituée de la détention de marques apparaît comme un élément absolument fondamental de la valeur du vignoble détenu sans laquelle la valorisation du vignoble ne pourrait être appréciée de la même manière. C'est d'ailleurs la principale de ces marques, « Château Monbousquet », qui fait l'objet d'un classement et a entre autres aspects, motivé l'acquisition de ce vignoble.*
Il est à noter que ces marques sont mises à la disposition de l'exploitant en parallèle des terres agricoles et des bâtiments d'exploitation.

Observation de la mission : *Le fait que la détention de la marque soit un élément fondamental dans la valeur du vignoble est sans effet sur l'admissibilité ou non admissibilité de ce dernier. La mission maintient donc son constat de non admissibilité.*

4.3.2. La correction de la ventilation de certains OPCVM montre que la caisse ne respecte pas le minimum réglementaire de placements obligataires

4.3.2.1. La caisse ne tient pas compte des particularités des obligations convertibles

[301] La caisse détient en direct des obligations convertibles.

[302] Faisant une lecture littérale de la réglementation, elle considère que ces instruments financiers remplissent les conditions posées à l'article L. 213-5 du code monétaire et financier : « l*es obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* ».

[303] D'après la caisse, les obligations convertibles en actions permettent de détenir des obligations tout en étant exposé au risque actions : une obligation convertible « *présente toutes les caractéristiques de la sécurité d'une obligation associée aux opportunités de performance de l'action*[43] ».

[304] Or, la plupart des obligations convertibles étaient, lors de leur acquisition, dans ou à la monnaie, c'est-à-dire avec un comportement actions marqué. Elles devaient par conséquent alors être comptabilisées comme des actions.

[305] Au 31 décembre 2011, la caisse détenait 8 obligations convertibles pour une valeur de bilan hors dépréciations de 15,2 M€ et une valeur de réalisation de 13,3 M€. En raison de sensibles baisses des actifs sous-jacents, les obligations présentent un caractère obligataire (obligations convertibles hors la monnaie) qui ne prête pas à critique pour l'exercice 2011. Il s'agit toutefois d'une conformité conjoncturelle, due à la baisse des marchés actions, et qui n'est pas vérifiée pour d'autres exercices (comme par exemple en 2009).

Réponse de l'organisme : *Le critère de classification retenu par la Mission n'apparait pas satisfaisant, car variable selon la situation des marchés.*

Observation de la mission : *Il est exact que la classification dépend des niveaux des marchés. Ceci étant posé, la conversion d'une obligation la fait tout autant passer immédiatement de la catégorie « obligations » à la catégorie « actions ». La variabilité de la classification est intrinsèque au caractère optionnel de l'instrument.*

Réponse de l'organisme : *La classification de la Caisse est conforme à la réglementation et au plan financier, le « plancher actuariel » de l'obligation convertible lui confère bien un caractère obligataire.*

[43] 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*, mémoire d'actuariat, novembre 2010.

Observation de la mission : *La mission n'a pas retraité les obligations convertibles de la caisse.*

4.3.2.2. Les OPCVM obligataires représentant plus d'1,2 Mds€ sont mal ventilés

[306] Au 31 décembre 2011, la caisse détenait directement 23 fonds obligataires au titre du RCO (5 fonds ouverts, 1 fonds réservé à moins de 20 investisseurs et 17 fonds dédiés à la seule CARMF) pour une valeur de bilan de 1 259,3 M€ et une valeur de réalisation de 1 308,5 M€.

[307] La caisse classe ces 23 fonds dans la catégorie 5° du décret de 2002, qui renvoie aux catégories 1° à 4° du même décret : « *actions des sociétés d'investissement à capital variable et parts de fonds communs de placement dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4° du présent article, dans des conditions fixées par l'article R. 623-6* ». Ainsi, peuvent être ventilés dans cette catégorie les actions ou parts d'OPCVM détenant exclusivement des actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale, c'est-à-dire :

- des obligations souveraines ou sous-souveraines émises ou garanties par un État partie à l'Espace Économique Européen ou une de ses collectivités territoriales ou établissements publics (1° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des obligations ou véhicules de titrisation (fonds communs de créances) et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu (2° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des titres de créance négociables d'un an au plus, à taux fixe ou indexés sur un taux interbancaire usuel, émis par des personnes morales ayant leur siège social dans un État membre de l'OCDE et négociés sur un marché reconnu (3° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des bons à moyen terme négociables (BMTN) dans les conditions de l'article R. 623-5 (4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale).

[308] Les opérations sur les instruments financiers à terme (IFT), régies par l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale, ainsi que les opérations de prise et de mise en pension, absentes des dispositions du décret de 2002 et par conséquent interdites, ne relèvent donc pas des catégories 1° à 4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale.

Réponse de l'organisme : *L'article R 623-4 du Code de la Sécurité Sociale vise le recours aux instruments financiers à terme par « les Caisses nationales, de base ou sections professionnelles » et ne vise pas l'utilisation de ces instruments par des fonds. De plus, ces instruments ne sont pas des actifs mais des contrats (cf article L 211-1 du Code Monétaire et Financier) et leur utilisation par un fonds contribue à la gestion du portefeuille des valeurs mentionnées du 1° au 4° de l'article R 623-3. Il en est de même pour les mises en pensions (ou prêts de titres).*

Observation de la mission : *L'article L. 211-1 du code monétaire et financier opère une distinction entre titres financiers et contrats financiers. La compréhension de l'objet d'un FCP qu'a la caisse est extensive : un FCP obligataire pourrait ainsi détenir des actions (qui contribuent éventuellement à la gestion d'un portefeuille d'actions convertibles) et, de manière générale, tout type d'actifs, pour peu qu'il ne soit pas dénué de tout lien avec un instrument obligataire, comme par exemple une obligation structurée.*
La mission fait une lecture stricte de la réglementation, tirant ainsi les conséquences de son caractère prudentiel.

[309] Ainsi, parmi les 23 fonds obligataires détenus par la caisse au titre du RCO, aucun ne peut être ventilé en catégorie 5° de l'article R. 623-2 du code la sécurité sociale pour les raisons suivantes :

- S'agissant des fonds dédiés et réservés, pour lesquels la mission a eu accès à l'inventaire des actifs détenus effectivement, les fonds permettent ~~la détention~~ le recours ~~d'~~ aux instruments financiers à terme et généralement les prises et mises en pension. En pratique, 13 fonds ~~détiennent~~ recourent effectivement ~~des~~ aux IFT, 1 fonds détient effectivement des OPCVM non monétaires, 3 fonds ~~détiennent~~ ont effectivement recours aux ~~des~~ IFT et détiennent des OPCVM non monétaires et 1 fonds a effectivement recours aux mises ou prises en pension ;
- S'agissant des fonds ouverts, la mission n'a pas eu accès à l'inventaire des actifs effectivement détenus, mais seulement au prospectus. La lecture de ces prospectus fait apparaître que :
    - les fonds peuvent intervenir sur les marchés dérivés. En particulier, ils peuvent intervenir sur le marché des CDS, voire pour l'un d'entre eux (WEST LB MELLON EURO HIGH YIELD) des CDO synthétiques ;
    - les fonds peuvent avoir recours aux prises et mises en pension ;
    - un fonds peut intervenir sur les marchés de matières premières.

Réponse de l'organisme : *La Mission fait un amalgame entre « détention d'actifs » et « recours à des instruments financiers à terme » qui sont deux termes très différents.*

Observation de la mission : *Dont acte. La mission a effectivement écrit à tort détention d'IFT pour recours à des IFT, les IFT ayant une valeur (éventuellement négative) et se trouvant à l'inventaire des fonds. La rédaction sera modifiée en conséquence. Pour autant, les conclusions de la mission demeurent.*

[310] Les 23 fonds doivent donc être reclassés en catégorie 8° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale. La ventilation du portefeuille de placements de la caisse par catégorie réglementaire s'établirait alors de la manière suivante :

Réponse de l'organisme : *Compte tenu des observations développées précédemment, le reclassement des fonds obligataires en catégorie 8° de l'article R 623-2 apparaît purement arbitraire. La Caisse respecte donc bien l'obligation de détention d'au moins 34 % de produits obligataires.*

Observation de la mission : *Vu.*

Tableau 19 : Ventilation du portefeuille de la caisse par catégorie réglementaire, selon la mission

Chiffres en M€ - année 2011	Valeur nette comptable	Valeur de réalisation	Répartition mission	Répartition CARMF
2°	44,1	44,5	0,91	0,91
5°	**439,7**	**600,0**	12,23	**38,89**
6°	48,0	51,8	1,06	1,06
7°	**353,5**	**389,1**	7,93	**7,93**
8°	**2 883,4**	**3 031,2**	61,77	**35,11**
9°	**418,6**	**678,9**	13,84	**13,84**
10°	107,2	111,4	2,27	2,27
Total	4 294,5	4 906,9	100,00	100,00

Source : Mission IGAS

[311] Au total, les actifs des catégories 1° à 5° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale représentent 12,23 % des placements. L'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale impose pourtant qu'ils en représentent au moins 34 %.

Réponse de l'organisme : *Puisque tous les fonds obligataires son reclassés par la Mission en catégorie 8°, on s'étonne qu'il reste encore 12,23 % de produits obligataires dans le portefeuille CARMF !*

Observation de la mission : *La caisse détient des fonds monétaires et des obligations convertibles qui n'ont pas été reclassés.*

4.4. 2,4 Mds€, soit 40 % des placements de la caisse, ne seraient pas admis en détention directe

[312] Le décret n°1314 du 25 octobre 2002 ne prévoit pas explicitement l'application du principe de transparence aux OPCVM qui peuvent être détenus en application des 5° (OPCVM obligataires), 6° (FCPR) et 8° (autres OPCVM coordonnés) de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Aussi, s'il est explicitement interdit par le décret de détenir directement certains instruments, la question de leur détention indirecte à travers des OPCVM (et en particulier des FCP) peut être posée.

[313] La mission considère que les placements détenus au travers d'OPCVM doivent être analysés par transparence. 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 : on comprendrait mal qu'une caisse puisse investir par personne interposée dans des instruments qui lui sont interdits en détention directe. Cette analyse vise donc à faire prévaloir le fond sur la forme.

Réponse de l'organisme : *Aucun texte réglementaire n'explicite ce principe de transparence. La CARMF respecte la réglementation dans la mesure où elle n'investit que dans des fonds libellés en Euro. Dans la réglementation, rien n'est spécifié quant au contenu de ces fonds.*

Observation de la mission : *La rédaction de la mission, utilisant le mode conditionnel, est sans équivoque : 40% des placements de la caisse ne seraient pas admis en détention directe.*

Réponse de l'organisme : *Contrairement à ce qu'affirme la Mission, il existe sur le fond, une différence fondamentale entre gestion directe et gestion déléguée, qui permet d'investir dans des classes d'actifs que la Caisse ne pourrait pas gérer en direct, avec les garanties présentées par la réglementation applicable aux OPCVM.*

Observation de la mission : *La démonstration de la caisse gagnerait à être étayée par des faits, à commencer par l'indication des garanties présentées par la réglementation applicable aux OPCVM qui justifient l'intervention sur des classes d'actifs interdites en direct.*

[314] L'article 4 du règlement financier de la caisse prévoit d'ailleurs : *« la caisse adopte une politique de placement qui intègre les notions de rendement, de risques et de prudence, propres aux activités financières »*. L'inscription du principe de transparence ressort de ces principes et devrait être inscrit dans le règlement financier. La mission a donc appliqué ce principe au portefeuille de la caisse.

Réponse de l'organisme : *La CARMF, conformément à la réglementation, investit uniquement dans des fonds libellés en Euro. Le principe de transparence n'est pas spécifié dans la réglementation ce qui explique que la CARMF soit exposée au risque de change, ait une exposition aux pays émergents dans le cadre de fonds libellés en Euro. De la même manière, les matières premières sont présentes dans le portefeuille dans des fonds libellés en Euro (pour l'or le fonds Lyxor GBS Fund est un fonds de droit français).*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas à la mission, qui estime que le principe de transparence ressort du principe de prudence posé dans le règlement financier. Elle n'a donc en aucun cas prétendu que le principe de transparence avait comme source la réglementation.*

[315] Il ressort de cette analyse 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.

Réponse de l'organisme : *Les causes de non admissibilité examinées par la Mission concernent la gestion directe et non les OPCVM.*

Observation de la mission : *Il n'a en effet pas échappé à la caisse que la mission applique dans tout le chapitre 4.4 les règles applicables à la gestion directe aux OPCVM.*

Réponse de l'organisme : *Relativement à l'exposition aux produits dérivés, que penser d'un BMTN éligible au 4° de l'article R. 623-3 dont la structuration fait appel aux mêmes produits dérivés ?*

Observation de la mission : *Qu'il existe des exigences réglementaires en matière de garanties de liquidité, de double valorisation, et de valeur au terme.*

[316] La détention de tels instruments n'est pas autorisée de manière directe au sens de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Or, comme indiqué *supra*, si le cas de la détention indirecte n'est pas pris en compte de manière explicite par la réglementation, il paraît difficile de concevoir qu'un achat non autorisé en direct fût permis par l'adjonction d'un intermédiaire particulièrement si l'intermédiaire en question est un fonds dédié à la caisse, l'exposition étant *in fine* la même. Le tableau suivant recense les instruments considérés comme non admissibles par transparence :

Réponse de l'organisme : *On voit mal pourquoi la Mission fait une distinction entre fonds dédiés et fonds ouverts : ces fonds ne sont pas gérés par la Caisse, ont la même nature juridique et utilisent les mêmes instruments.*

Observation de la mission : *La mission tient compte du fait que la caisse maîtrise totalement l'univers d'investissement ainsi que les règles et options de gestion des OPCVM dédiés, et n'est pas limité par une contrainte commerciale. Au contraire, les OPCVM ouverts sont des produits « sur étagère » ne laissant que peu de place à la personnalisation.*
La remarque de la caisse est toutefois pertinente, et la mission comprend donc que, par souci de cohérence, elle appliquerait le principe de transparence à ses fonds ouverts même si la réglementation ne l'imposait qu'à ses fonds dédiés.

Réponse de l'organisme : *Si on pousse le raisonnement à l'extrême, ce n'est pas 40 % mais 90 % des placements qui sont non admissibles et il faudrait donc interdire tous les OPCVM.*

Observation de la mission : ***La mission note que la caisse estime elle-même que 90% de ses placements ne seraient pas admissibles en détention directe.***

Tableau 20 : Instruments non-admissibles au 31 décembre 2011 après prise en compte par transparence

Instrument	Valeur brute	Valeur de réalisation
ACTIONS FCE PETITES VAL VM	52 044 519,03	30 449 021,68
ACTIONS USA BNP PAM	35 622 332,20	42 454 597,50
CG ACTIONS EUROPE	91 690 669,32	110 389 877,25
CG ACTIONS ASIE HORS JAPON	75 707 139,64	86 752 784,37
BFT ALTINVEST	27 157 121,25	28 135 863,64
R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIV	374 727 807,15	356 226 899,80
R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS	224 745 650,85	205 503 175,80
R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES	65 158 608,84	43 046 937,08
R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM	60 083 790,00	57 151 450,00
R-MF LONG SHORT	86 584 480,85	85 383 285,44
ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	44 576 108,00	44 744 314,50
R-MF OBLI CREDIT EURO	31 495 948,00	29 977 171,00
ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	41 847 451,28	44 835 032,55
ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	58 735 556,00	57 691 544,00
EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO	62 991 582,00	57 594 914,00
LCF OBLICONVERTIBLES EURO	64 384 832,28	63 693 693,66
EURO-CONVERTIBLES	54 677 089,26	55 607 059,20
FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	46 575 507,47	45 771 837,65
R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	51 806 639,32	46 017 428,71
ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	88 255 244,13	87 641 993,79
HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	55 816 178,84	72 924 304,32
EURO INFLATION CA-MF	78 472 579,89	84 682 304,34
AI-MF INFLATION EUROBLIG	64 977 965,00	70 384 170,00
FORTIS OBLIG INFLATION EURO	50 046 286,00	53 726 724,00
ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	106 676 786,59	91 925 293,80
MF AI INDEXEUROBLIG	45 008 915,00	49 263 390,00
BNPP AM OPTIMEUROBLIG	292 990 086,29	298 474 860,41
AIM EUROBLIG	45 008 915,00	49 263 390,00
EUROBLIG CA-MF[44]	0,00	0,00
IXIS EUROBLIG	0,00	0,00
PAREUROBLIG	0,00	0,00
SGOE ALM OPTIMIZER	10 000 000,00	6 858 000,00
SHARPE + (SGOE)	5 000 000,00	4 696 500,00
ABSOLUTE RENDEMENT 26/08/2019	10 000 000,00	9 283 000,00
OBLIG MONEVOL EUR 2015	10 000 000,00	10 443 000,00
Total	***2 412 865 789,48***	***2 380 993 818,49***

Source : Mission IGAS sur la base des documents communiqués par la CARMF – chiffres en euros.

[44] Les FCP dédiés EUROBLIG CA-MF, IXIS EUROBLIG et PAREUROBLIG sont détenus par le FCP dédié BNPP AM OPTIMEUROBLIG. Ils ne figurent donc pas au bilan de la CARMF.

4.4.1. L'analyse du portefeuille en transparence montre que les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de surexposition au risque en violation des dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002

[317] Les fonds dédiés résultent de la volonté réaffirmée plusieurs fois lors des entretiens par la CARMF de diversifier son portefeuille, notamment la diversification internationale telle que validée chaque année par le conseil d'administration de janvier : *« Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002) ».*

Réponse de l'organisme : *C'est bien parce que l'arrêté d'approbation de l'article R 625-4, qui aurait permis à la Caisse de mettre en œuvre des couvertures, n'est jamais paru, que la CARMF s'est résolue à mettre en place des couvertures régies par le Code Monétaire et Financier et l'AMF à l'intérieur de ses fonds.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission, qui constataient l'utilisation d'instruments financiers à terme à des fins d'exposition et de surexposition et non à des fins de couverture.*

[318] L'utilisation de produits dérivés est encadrée par les dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit que les instruments financiers à terme doivent être admis à la négociation sur les marchés reconnus et utilisés dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement. Ce texte devrait être revu car il présente des difficultés théoriques et pratiques, et prévoyait un arrêté qui n'a jamais été pris. Enfin, bien que le décret de 2002 ne traite que de la question de la détention de tels produits en direct et n'aborde pas le sujet de leur détention au travers d'OPCVM, la mission considère que la réglementation en matière de produits dérivés doit également s'appliquer aux OPCVM en vertu du principe de transparence.

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'a jamais procédé à la couverture de son portefeuille en direct en raison de l'absence d'arrêté en ce sens suite au décret de 2002. En revanche, rien n'est prévu ni interdit dans la réglementation en ce qui concerne les OPCVM.*

Observation de la mission : *La caisse confirme partiellement l'interprétation de la mission. Cette dernière estime que l'utilisation d'instruments financiers à terme est possible dans les fonds relevant du 8° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais pas dans ceux relevant du 5°.*

Encadré : les marchés réglementés et reconnus

L'article 47 de la directive européenne n° 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») autorise chaque État membre à conférer le statut de « marché réglementé » aux marchés établis sur son territoire qui se conforment à sa réglementation nationale. L'article L. 421-1 du code monétaire et financier, définit pour la France le « marché réglementé » comme « *un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers [ou des quotas d'émission de gaz à effet de serre définis à l'article L. 229-15 du code de l'environnement et sur les autres unités visées au chapitre IX du titre II du livre II du même code], d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* ».

Les marchés reconnus sont, au sens du code monétaire et financier, les marchés étrangers dont « *les règles de protection des investisseurs, de sécurité, de surveillance et de contrôle de ce marché sont équivalentes à celles qui existent sur les marchés placés sous l'autorité de l'Autorité des marchés financiers et à condition que les personnes autorisées à intervenir sur ces marchés et les produits qui peuvent y faire l'objet de transactions bénéficient d'un traitement équivalent dans le pays concerné* » (*Comofi*, art. D. 423-1).

Ces marchés correspondent à ceux figurant sur la liste des marchés réglementés publiée par l'Autorité des marchés financiers et la liste des marchés reconnus établie par arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie en application des articles L. 422-1 et L. 423-1 du code monétaire et financier.

Ainsi, d'après l'annexe 4 du rapport annuel 2011 de l'Autorité des marchés financiers, il existe en France 4 marchés réglementés (EURONEXT PARIS, MATIF, MONEP et BLUENEXT) gérés par la même entité (EURONEXT PARIS). Il existe au Royaume-Uni 7 marchés réglementés (EDX, Bourse PLUS, The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), NYSE Euronext, Bourse des métaux de Londres, Bourse intercontinentale – ICE Futures Europe et Bourse de Londres – marché réglementé) et 3 marchés reconnus spécialisés : International Petroleum Exchange (dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures) ; UK Power Exchange (UKPX) APX Power UK (dérivés sur le marché de l'électricité) et PULPEX (dérivés sur la pâte à papier).

[319] Le recours aux produits dérivés n'est donc admis que dans un objectif de couverture des risques. Pourtant, ces derniers sont largement utilisés par de nombreux OPCVM dans une toute autre optique : les stratégies mises en œuvre nécessitent l'utilisation d'instruments financiers à terme dans des conditions visant l'exposition au risque, voire la surexposition, et non la couverture.

Réponse de l'organisme : *Les fonds détenus par la CARMF n'utilisent les produits dérivés qu'aux fins de couverture.*

Observation de la mission : *Le prospectus du fonds FORTI CONVERTIBLES EURO indique le contraire : «* Le recours aux instruments financiers à terme a pour but, dans le cadre de la réalisation de l'objectif de gestion, de couvrir et/ou **d'exposer** le FCP au risque de taux, actions et de crédit *». Le même fonds peut utiliser «* des dérivés de crédit : « credit default swap » (**dans le cadre de l'exposition du portefeuille au risque de crédit**) *». Il n'est à l'évidence pas uniquement question de couverture.*

Réponse de l'organisme : *Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.*

Observation de la mission : *La caisse aurait épargné au lecteur ces redites en indiquant où, dans la partie 4.4 du présent rapport la mission indique que la prise en transparence des fonds dédiés est imposée par la réglementation.*

[320] L'utilisation de produits dérivés dans ces conditions est particulièrement risquée en raison de l'effet de levier permis par ceux-ci. Toutefois, les fonds ne s'exposent pas au-delà de la valeur du fonds (100 % maximum selon les prospectus).

Réponse de l'organisme : *Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.*

Observation de la mission : *L'article R. 623-4, à la rédaction fort améliorable, pose clairement le principe selon lequel les instruments financiers à terme ne doivent être utilisés qu'à des fins de couverture. La mission estime donc que, si cet article s'appliquait aux OPCVM détenus par la caisse, un grand nombre de fonds ne serait pas admissible – et même* ***90% du portefeuille selon l'estimation de la caisse sous [317]****.*

[321] L'emploi d'instruments dérivés implique aussi des risques différents, voire supérieurs, à ceux associés à l'investissement direct dans des titres et autres investissements traditionnels :

- les produits dérivés permettent un effet de levier important, ce qui est notamment le cas dans les stratégies de surexposition. Cette stratégie peut conduire à amplifier les pertes en capital ;
- les produits dérivés sont généralement plus volatiles (donc risqués) que leurs sous-jacents. Ainsi des faibles variations de la valeur du sous-jacent autour de la valeur d'exercice d'une option entraîne-t-elle de fortes variations dans la valeur de cette dernière ;
- l'utilisation de produits dérivés, y compris en couverture et surtout en anticipation de placements, nécessite un contrôle interne performant. Or la caisse ne disposerait pas d'un contrôle interne de ce niveau (si elle intervenait sur ces produits en gestion directe) et ne demande pas que les alertes dépositaires lui soient communiquées afin de s'assurer de la qualité du contrôle interne de ses gérants (pour la gestion déléguée) ;
- les produits dérivés sont rarement cotés sur des marchés réglementés ou reconnus qui proposent peu de sous-jacents[45]. On les échange fréquemment de gré à gré sans chambre de compensation, ce qui fait courir à leur détenteur un risque de contrepartie. Or, il est quasiment systématique que les prospectus autorisent l'acquisition d'instruments financiers à terme de gré à gré et non obligatoirement sur un marché reconnu en contravention avec les dispositions du décret n° 2002-1314.

Réponse de l'organisme : *La CARMF ne fait aucune opération sur des produits dérivés. Les opérations de couverture réalisées par des fonds sont conformes au Code Monétaire et Financier et à la réglementation de l'AMF.*

Observation de la mission : *La mission modifiera la rédaction afin de ne pas laisser entendre que la caisse intervient directement sur les marchés dérivés. La mission exposait les risques inhérents à l'utilisation d'instruments financiers à terme. Elle a par ailleurs démontré sous [320] que les fonds sont susceptibles d'utiliser les instruments financiers à terme à d'autres fins que la couverture.*

Réponse de l'organisme : *Les gestions dédiées font appel à des professionnels disposant d'outils permettant de piloter la tracking error et donc intègrent dans la construction de leur portefeuille un budget de risque global. Ils disposent par ailleurs d'équipes de contrôle interne performantes. La CARMF suit par ailleurs hebdomadairement l'évolution des valeurs liquidatives des OPCVM sous gestion afin d'apprécier la cohérence de cette évolution.*

Observation de la mission : *L'observation de la mission portait sur le défaut de suivi des alertes dépositaires, qui concernent fréquemment des dépassements de seuils dans l'utilisation de produits dérivés.*

Réponse de l'organisme : *Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.*

Observation de la mission : *La caisse aurait dû indiquer où, dans la partie 4.4 du présent rapport la mission indique que la réglementation interdit le recours aux produits dérivés dans les OPCVM.*

[45] Les contrats à terme (« futures ») sur OAT de maturité comprise entre 8,5 et 10,5 ans sont échangées sur le marché réglementé EUREX depuis avril 2012.

[322] La mission assimile les prises et mises en pension[46] à l'utilisation de produits financiers puisqu'il s'agit d'une vente couplée à un achat à terme du même instrument (pour la mise en pension) ou l'achat couplé à une vente à terme du même instrument (pour la prise en pension). Les emprunts et prêts de titres relèvent de la même logique. Ce type d'opération n'est par ailleurs pas autorisé par les dispositions du décret n° 2002-1314.

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'a jamais procédé à des prises ou mises en pension, ni à des emprunts ou prêts de titres.*

Observation de la mission : *La mission n'a pas laissé entendre que tel était le cas.*

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'a eu aucune information d'opération de prêt/emprunt de titres dans ses OPCVM.*

Observation de la mission : *Il est regrettable que la caisse ne lise pas ses propres prospectus. Ainsi, l'extrait suivant du prospectus du fonds « R-MF Grandes Valeurs Long Terme » confirme la possibilité de recourir à de telles opérations :*

> **7. Opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres** :
> Les opérations d'acquisitions ou de cessions temporaires de titres seront réalisées conformément au Code Monétaire et Financier. Elles seront réalisées dans le cadre de la gestion de la trésorerie et/ou de l'optimisation des revenus du fonds.
>
> Ces opérations consisteront en des prêts et emprunts de titres qui pourront être réalisées jusqu'à 100 % de l'actif de l'OPCVM et/ou en des prises et des mises en pensions jusqu'à 100% de l'actif de l'OPCVM.

Observation de la mission : *S'agissant d'un fonds dédié, la mission suppose que, si la caisse n'a pas interdit les opérations de prêts et emprunts de titres, c'est qu'elle accepte que de telles opérations soient menées.*

4.4.2. L'analyse du portefeuille en transparence montre qu'un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change contraire aux limites imposées par le décret de 2002

[323] L'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale impose que le portefeuille total de la caisse soit obligatoirement composé d'au moins 90 % d'actifs libellés ou réalisables en euros. Aussi l'exposition au risque de change ne saurait dépasser 10 % de la valorisation totale du portefeuille de la caisse. L'origine technique d'une telle règle est simple : la caisse est engagée à verser des rentes en euros, les actifs permettant de payer ces rentes et de couvrir le régime doivent donc être eux aussi libellés en euros afin de limiter le risque induit par les conversions de devises sous l'effet des brusques variations des taux de change.

Réponse de l'organisme : *La CARMF respecte strictement la réglementation actuelle, qui précise que 90 % des actifs doivent être libellés ou réalisables en euros.*

Observation de la mission : *La mission ne laisse nullement entendre que la caisse ne respecterait pas cette règle pour ses actifs détenus directement.*

---

[46] Comofi, art. L. 211-27 : « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus.* »

Réponse de l'organisme : *Le terme « réalisable » est plus large que le terme « libellé » car il peut s'agir d'actifs libellés dans d'autres devises convertibles en euros.*

Observation de la mission : *Vu.*

Réponse de l'organisme : *La rédaction du décret de 2002 n'introduit aucune notion liée à la couverture du risque de change.*

Observation de la mission : *La mission ne mentionne pas la notion de couverture de risque de change sous [324]. Elle ne comprend donc pas la réponse de la caisse.*

[324] À ce jour, le respect de cette contrainte de congruence n'est ni acquis, ni pleinement vérifiable, en l'absence d'encadrement de l'exposition correspondante et de consolidation ligne à ligne du portefeuille de la caisse. Si les OPCVM souscrits par la caisse sont le plus souvent libellés en euros ou en dollars américains, les stratégies des gérants sont à même d'induire une exposition directe au risque de change dans d'autres devises. En est un exemple le cas des fonds qui investissent en actions ou obligations d'entreprises situées dans des pays dits émergents. La devise dans laquelle est libellé le fonds est alors particulièrement trompeuse puisqu'il suffit que la monnaie soit convertible pour calculer une contrevaleur en euros. Même dans le cas d'un fonds libellé en dollars – présentant donc, *a priori*, un risque de change – l'appréciation de ce risque est biaisée dans la mesure où le fonds peut ne pas être exposé au dollar mais aux devises des pays émergents dans lesquelles les investissements sont faits. À titre d'exemple, le FCP « CG actions Asie hors Japon » est libellé en euros (valeur de réalisation 79 M€ fin 2011) mais est exposé - entre autres - aux monnaies suivantes :

- roupie indonésienne ;
- won sud coréen ;
- ringgit de Malaisie ;
- dollar de Taiwan ;
- Yuan.

Réponse de l'organisme : *Tous les OPCVM détenus par la Caisse sont libellés en euros avec en général une valeur liquidative quotidienne.*
De plus, certains sont couverts contre le risque de change (notamment ceux comportant des valeurs en dollars), mais il n'est pas possible de couvrir systématiquement des fonds comportant des valeurs exprimées en monnaies émergentes.

Observation de la mission : *La mission conclut donc, **sans être contredite par la caisse**, que la CARMF est exposée indirectement à diverses devises non admises en détention directe, comme la roupie indonésienne ou le ringgit malaisien.*

[325] L'exposition au risque de change est partiellement mesurée par la caisse, puisque celle-ci a présenté à ses délégués le processus d'internationalisation du portefeuille d'actions ayant fait passer entre fin 1997 et fin 2011 la part des actions françaises de 82 % à 31,57 % du portefeuille, la part d'actions américaines de 2 % à 12,54 %, la part d'actions asiatiques de 3 % à 10,55 % et la part d'actions venant du reste du monde de 0 % à 10,18 %. Il est ainsi possible d'affirmer que 32,17 % au moins du portefeuille d'actions de la caisse est exposé au risque de change, ce qui signifie, étant donné le poids représenté par les actions dans le portefeuille de la caisse, que la caisse ne respecte pas l'obligation de détenir 90 % au moins d'actifs libellés en euros. 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, et plus encore en l'absence de suivi de ce risque par la caisse.

Réponse de l'organisme : *Même en suivant le raisonnement de la Mission, la part des actifs détenus par la caisse exposée à un risque de change est inférieure à 15 %. La période récente montre que le risque n'est pas venu de ces devises, mais s'est plutôt concentré sur l'euro. Dès lors, la diversification est utile.*

Observation de la mission : *La mission fait remarquer qu'il est tout à fait possible, voire probable, que l'exposition de la caisse au risque de change soit compris entre 10 et 15 %, c'est-à-dire plus qu'il n'est autorisé en détention directe.*

4.4.3. L'analyse du portefeuille en transparence montre que certains OPCVM exposent la caisse à des risques spécifiques aux marchés émergents

[326] Les stratégies de placement sur les marchés émergents font partie des stratégies de gestion alternative, mais sous l'effet de leur développement et de leur vulgarisation, elles sont en passe de devenir une classe d'actifs à part entière. Il n'en reste pas moins que les critiques traditionnelles faites à la gestion alternative demeurent valables. S'y ajoutent celles ayant trait aux risques géopolitiques. Investir dans les pays émergents nécessite une expertise et une appétence au risque particulièrement importantes. La délégation de gestion ne peut être considérée comme une réponse satisfaisante dans la mesure où la compétence nécessaire pour suivre de tels investissements est rare. Quant au risque, ce dernier, intrinsèque à l'investissement, n'est pas supprimé par la simple adjonction d'un intermédiaire financier.

Réponse de l'organisme : *Dès lors que l'investissement dans les pays émergents se fait par l'intermédiaire d'OPCVM, le risque est largement diversifié, au plan géographique et au plan économique. Les marchés émergents constituent aujourd'hui une classe d'actifs à part entière, diversifiante et décorrélante, unanimement recommandée, que ce soit pour les actions ou pour la dette.*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas ce que signifie « unanimement recommandé ». En effet, chaque investisseur est dans une situation différente, et un bon produit pour l'un peut s'avérer totalement inadapté pour l'autre. Sauf à imaginer qu'il existe des produits suffisamment souples pour s'adapter aux besoins de tous, la caisse devrait expliquer en quoi ce type d'investissements, avec les risques qu'ils comportent, est adapté aux besoins de la caisse, qui consistent en servir des pensions à ses affiliés.*

Réponse de l'organisme : *Certains Etats émergents sont dans une situation économique et financière bien meilleure que les Etats européens, tant au plan des soldes budgétaires que du ratio dette/PIB, ce qui justifie largement d'y investir.*

Observation de la mission : *La mission prend bonne note que l'analyse de la caisse se limite aux soldes budgétaires et au ratio dette/PIB, qui devraient la conduire à limiter ses investissements aux Etats-Unis et au Japon. La caisse ne semble donc pas s'intéresser à la qualité de l'appareil statistique produisant ces chiffres, ni au risque géopolitique supporté par ce type d'investissements. En d'autres termes, la réponse de la caisse apparaît excessivement naïve.*

Virginie CAYRÉ Vincent RUOL

Liste des recommandations

n°	Recommandation
1	Le règlement financier doit être mis à jour pour prendre en compte les évolutions de la gouvernance décidées par les conseils d'administration successifs
2	Le règlement financier devrait être précisé pour encadrer la gestion opérationnelle des placements
3	Étendre, à brève échéance, le périmètre du contrôle interne à la politique des placements.
4	Étendre le code de déontologie en encadrant en particulier les cadeaux et invitations de la part des gérants de fonds
5	Arrêter une allocation stratégique sur cinq ans
6	Faire examiner et voter chaque année par le conseil d'administration de la CARMF une allocation tactique clairement énoncée
7	Établir et présenter au conseil d'administration chaque année un bilan complet de la réalisation de son allocation tactique et de sa conformité à l'allocation stratégique
8	Faire réaliser un audit externe de l'allocation stratégique intégrant les contraintes de passif
9	Revoir les comptes-rendus des conseils d'administration et des commissions des placements afin de retranscrire les principaux débats, notamment ceux qui ont lieu sur les placements financiers
10	Proposer un dossier préparatoire à la commission des placements ne contenant que les documents utiles à la discussion et à la préparation des décisions.
11	Communiquer à la commission des placements un tableau récapitulatif permettant un véritable suivi des opérations en cours, des opérations annulées et des nouvelles opérations
12	Fournir aux administrateurs un tableau récapitulatif des écarts entre l'allocation stratégique et sa mise en œuvre infra-annuelle
13	Entreprendre des actions de formation à destination des administrateurs
14	Justifier dans l'annexe aux comptes les pratiques dérogatoires au PCG ou au PCUOSS
15	Remplacer le vocable ambigu de « provisions techniques de retraite » par celui de « réserves » conformément au PCUOSS
16	Comptabiliser hors bilan les engagements reçus ou donnés lors de l'utilisation de produits financiers comprenant des instruments financiers à terme intégrés
17	Entreprendre des actions de mise en conformité avec les règles de la commande publique
18	Assurer un meilleur suivi des frais de gestion et les réduire par une mise en concurrence appropriée
19	Mettre à jour la stratégie immobilière de la caisse qui sera discutée et votée en conseil d'administration
20	Replacer toute proposition d'investissement / désinvestissement dans le cadre de la politique de placements arrêtée par la caisse
21	Consolider les positions ligne à ligne des fonds dédiés comme ouverts détenus par la caisse
22	Préciser les hypothèses faites sur les dates de versement des flux entrants et sortants
23	Ne pas utiliser le TRI lorsque l'immeuble n'a pas fait l'objet d'une valorisation externe

Lettre de mission

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
MINISTÈRE DU TRAVAIL, DE L'EMPLOI ET DE LA SANTÉ

11 JAN. 2012
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°2002-1314[1], 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.

127, RUE DE GRENELLE – 75007 PARIS
TÉLÉPHONE : 01 44 38 38 38 – TÉLÉCOPIE : 01 44 38 20 10

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 de travail et liste des personnes rencontrées

[1] La mission a rencontré les personnels de la caisse et les intervenants extérieurs concernés par la politique des placements tant mobiliers qu'immobiliers

[2] Elle a pris connaissance des documents retraçant le fonctionnement de la caisse (procès verbaux des conseils d'administration et des commissions financières et rapports d'activité) pour la période sous revue (2006-2011). Elle a obtenu un état détaillé des placements à chaque fin d'exercice et l'a analysé. Elle a de même obtenu les conventions de gestion et les descriptifs des placements dont elle a fait la revue.

[3] Les méthodes de travail de l'inspection ont été respectées et les investigations ont fait l'objet d'une restitution en fin de mission au directeur, d'une part, au président du conseil d'administration d'autre part.

Caisse autonome de retraite des médecins de France :

Marie	AYMARD-LEFAURE	Chef du service immobilier
Christophe	BOBAND	Gérant taux
Jean-Yves	BOUTIN	Administrateur - président de la commission de contrôle et d'audit
Henri	CHAFFIOTTE	Directeur
Paul	GASPAR	Responsable de la section titres - payes
Philippe	KOSKAS	Administrateur - membre de la commission de placements
Vincent	LIROU	Gérant actions
Sylvie	LOUVET	Responsable gestion actions
Olivier	MANDO	Responsable du service des marchés publics
Michel	MANTEAU	Responsable gestion taux
Gérard	MAUDRUX	Président
Anne-Sophie	RICHARD	Chargée du contrôle interne
Jean-Jacques	ROSSIGNOL	Agent comptable
Fabienne	SEDILOT	Démographe - responsable des statistiques

Société d'expertise comptable A.C.C.A.F. :

Daniel	VASSAL	Expert comptable - Commissaire aux comptes

Annexe 2 : La politique immobilière

1. LA CARMF A TOUJOURS EU UNE POLITIQUE DE PLACEMENT LAISSANT UNE LARGE PART AUX INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS.

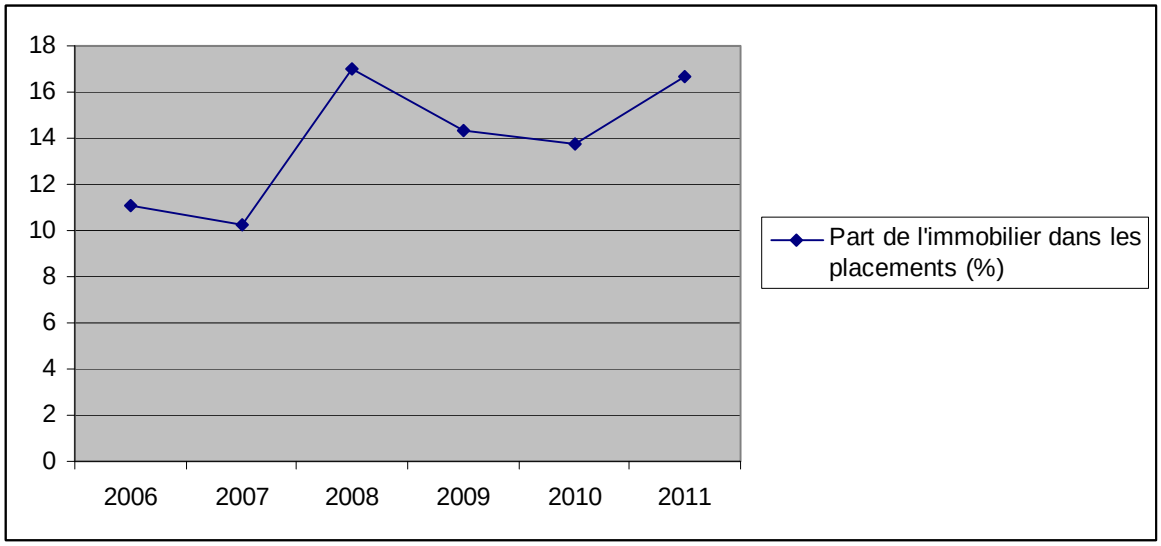
[1] En 1996, au moment des travaux relatifs à la définition de l'allocation stratégique, la Banque du Louvre considérait dans ses analyses : *« la part de l'immobilier chez les investisseurs institutionnels en France serait un peu inférieure à 7 % alors qu'elle est de 18 % aux Etats-Unis. La tâche consistant à définir une rentabilité déflatée de même que le risque pour l'immobilier est délicate car les données sont fragmentaires. Nous pressentons que ce vecteur d'investissement constitue une bonne protection sur le long terme face à l'inflation47.* »

[2] Le conseil d'administration avait alors décidé de consacrer 20 % des placements à l'immobilier.

[3] Lors des travaux sur l'allocation stratégique réalisée par AXA IM en 2008, la part de l'immobilier dans les placements avait été évaluée à 12 % et les travaux de 2009 prônaient une augmentation de la poche immobilière de 13,5 à 19 %.

[4] Au 31/12/11, le montant total des investissements immobiliers est de 790,4 M€ et représente 16,6 % du total des placements en valeur de réalisation.

Graphique 5 : Part de l'immobilier dans le portefeuille de la CARMF depuis 2006 (valeur de réalisation)



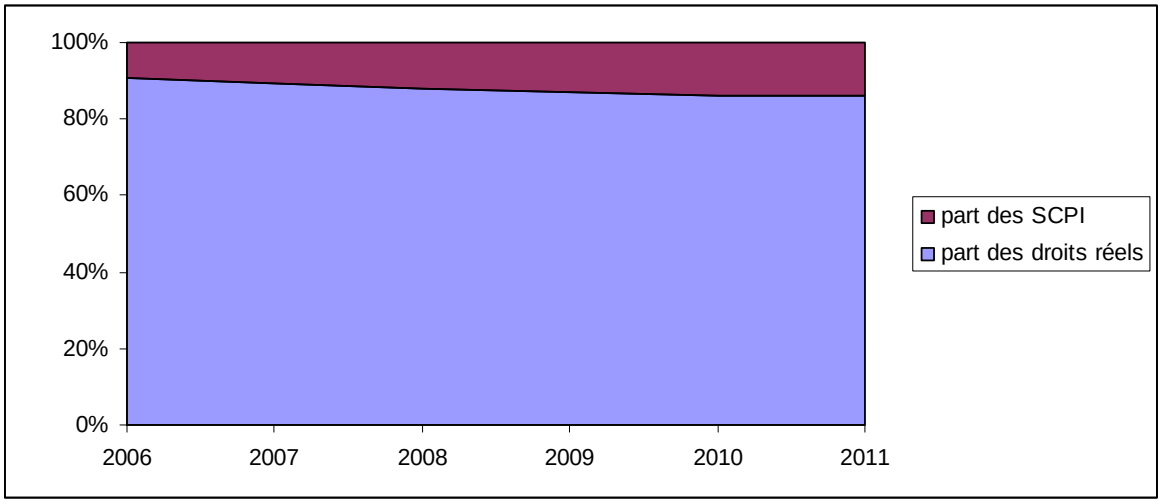
Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF

[47] Cité par la CARMF dans son document d'allocation stratégique de 1996.

2. LE SERVICE IMMOBILIER

[5] Le patrimoine immobilier de la caisse est majoritairement composé d'immeubles à vocation tertiaire. La part de la détention indirecte – au travers de fonds de type société civile de placement immobilier (SCPI[48]) – est en augmentation régulière depuis 2006.

Graphique 6 : Part des investissements en droits réels et des investissements en SCPI (valeur de réalisation)



Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF.

[6] La caisse attend généralement un rendement de 5 % de ses investissements immobiliers, qu'ils soient directs ou indirects.

2.1. Le portefeuille immobilier est majoritairement constitué d'immeubles de bureau détenus en direct par la Caisse

[7] Le portefeuille est constitué à hauteur de 90 % d'immobilier détenu en direct : 29 immeubles parisiens et 1 à Nanterre.

[8] La stratégie de la CARMF consiste à viser cette cible géographique avec trois critères :

- une adresse prestigieuse sur Paris QCA (Quartier Central des Affaire)[49] ;
- la qualité architecturale du bien : les actifs visés doivent être de bonne qualité technique – c'est-à-dire sans travaux importants à moyen terme – afin d'éviter la gestion des travaux lourds rendue complexe, selon la caisse, par les règles de la commande publique ;
- et quasi-exclusivement des bureaux (et des commerces de manière annexe).

[9] Un travail de recentrage a été opéré par la vente des biens qui s'éloignent de cette cible. À la mi-2012, la CARMF détenait encore deux immeubles de logement ; trois immeubles de logement sont sortis du patrimoine début 2012 par vente en bloc.

[48] Sociétés régies par les articles L. 214-50 et suivants du code monétaire et financier.
[49] Paris : 8ème arrondissement, nord du 16ème arrondissement, sud du 17ème arrondissement et une partie de 9ème arrondissement.

[10] Le bureau du conseil d'administration a décidé récemment de faire appel[50] à un expert agréé pour les ventes de logement et de bureaux afin d'estimer une fourchette de prix de vente. En effet, et ce critère fait ensuite l'objet d'un suivi. La cheffe du service, en tant qu'expert interne, propose une valorisation immobilière à partir des éléments des bases de données des commercialisateurs et de l'indice immobilier IPD qui donne des repères sur l'immobilier institutionnel (taux de marché applicable à un instant t).

[11] La mission souligne néanmoins que l'opération d'achat en 2012 d'un vignoble (propriété foncière mais aussi marques commerciales) ne correspond en rien à la stratégie décrite *supra* et s'explique pour l'essentiel par l'anticipation d'un prix de revente doublé à horizon 9 ans.

2.2. Les investissements à hauteur de 10 % dans la pierre papier répondent à des objectifs de diversification

[12] Les documents fournis à la mission montrent que dès 2001, la caisse choisit d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués principalement de bureau de rapport, de commerces et de biens immeubles logistiques situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. La CARMF détient aujourd'hui 10 % d'immobilier indirect non coté dans une logique de diversification qui lui permet d'investir dans des commerces et hors Paris, voire en Province et en Europe.

[13] La Caisse a pris des participations (minoritaires autour de 10 %) dans 9 fonds communs de placement immobiliers (FCPI), dont 80 % sont français ou pan-européens de droit français. La caisse détient aussi des parts dans 3 autres types de fonds (SCA luxembourgeois, SA française et une SICAV Luxembourgeoise).

[14] Dans les orientations pour 2010 rapportées au compte rendu du conseil d'administration, on peut lire (comme pratiquement tous les ans) que « la politique d'achats d'immeubles devra être encore *prudente et axée sur le rendement et la sécurité des loyers. Pour les bureaux, un rendement minimum de 6 % devra être recherché* ». Cette même année, les prévisions mentionnent des montants de 40 M€ pour l'achat direct de 2 ou 3 immeubles, mais ne font pas état des 14 M€ investis dans des fonds.

2.3. Le service immobilier

[15] Le service immobilier est composé de 6 personnes, dont deux nouvelles recrues de profil technique (mises aux normes, travaux d'inventaire, etc.). Le chef de ce service est elle-même en poste depuis un an.

Réponse de l'organisme : *Concernant la composition du service Immobilier, il convient de viser 3 nouvelles recrues et non 2, dont le Chef de Service en poste depuis mars 2011 ainsi que 2 profils spécialisés en Immobilier (un profil technique et un profil commercial).*

Observation de la mission : *Vu.*

[16] Les immeubles monolocataires sont gérés directement par les services de la caisse, les multilocataires sont gérés par des gestionnaires extérieurs, notamment pour le suivi et la refacturation des charges. La caisse est souvent cliente de ces gestionnaires depuis de nombreuses années, mais les mandats courent sur des périodes assez courtes. Les mandants en cours ont pour la plupart été signés il y a deux ans. Le chef de service envisage donc de consulter à moyen terme sous forme de marché public.

[17] Les reportings trimestriels des gestionnaires sont de qualité diverse et la CARMF ne reçoit pas de rapport consolidé sur les frais.

---

[50] *« A ce titre, le Bureau autorise la réalisation d'expertises sur ces trois actifs afin d'arrêter les valeurs de représentation de ces actifs à la vente » (* Compte rendu de la réunion du bureau du 14/10/11).

Réponse de l'organisme : *La consultation visée au paragraphe 16 pour la désignation de nouveaux gestionnaires a notamment pour vocation d'harmoniser les éléments de reporting.*

Observation de la mission : *Vu.*

3. LA GOUVERNANCE DES PLACEMENTS IMMOBILIERS MERITERAIT D'ETRE REPRECISEE

[18] Les questions immobilières sont évoquées à tous les conseils d'administration et jamais en commission des placements, ce qui est un choix discutable. Les questions immobilières sont traitées en fin de conseil d'administration, si l'on en croit l'ordre du compte-rendu, qui fait rarement état des discussions qui ont pu avoir lieu à cette occasion.

[19] Alors même que les mouvements d'achat et de vente sont fréquents (voir *infra*), la mission s'interroge sur la capacité des instances de gouvernance à prendre des décisions réellement éclairées sur ces sujets, étant donnée l'absence de documents de synthèse dans les dossiers.

Réponse de l'organisme : *Depuis début 2011, les présentations au Conseil d'Administration, tant des propositions d'investissement direct que des prises de participation dans des fonds immobiliers, font l'objet de fiches de synthèse reprenant les principales caractéristiques techniques et financières ainsi que les points forts et points faibles de chacun des dossiers présentés permettant d'éclairer les décisions des Administrateurs.*

Observation de la mission : *La mission se félicite de l'effort ainsi entrepris, par ailleurs notés sous [22].*

[20] La politique immobilière ne fait néanmoins pas l'objet d'une réelle définition annuelle au titre de l'allocation tactique. Il est seulement[51] rappelé dans les conseils d'administration de début d'année que *« suite à un rapport d'audit externe sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation »*. On note aussi que, *« attentif à la conjoncture économique en général, à celle de l'immobilier et à la baisse des valeurs locatives, le CA n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers »*.

[21] En 2001 en effet, un audit global du parc immobilier locatif de la CARMF avait été réalisé par un cabinet extérieur à la demande du conseil d'administration. Ce document s'inscrit dans la stratégie immobilière de la CARMF dont il définit ainsi les objectifs : « sécurité et pérennité des placements, rentabilité, liquidité ». Il souligne déjà à cette époque l'absence de stratégie immobilière de la Caisse.

[22] Néanmoins, les rapporteurs soulignent les progrès réalisés en 2011 en termes d'informations aux administrateurs.

[23] Pour le conseil d'administration du 14/04/07, une note sur la situation du patrimoine a été remise aux administrateurs, mais aucune discussion à ce sujet n'est relatée dans le compte rendu du conseil d'administration. Cette note fait le point sur les rendements des immeubles au 31/12/06, détaille les revenus nets avant amortissement et les loyers encaissés, précise les taux d'occupation, fait un point sur les participations immobilières et les forêts détenues à l'époque. La mission considère que ce type de bilan devrait être effectué tous les ans et qu'un tableau des achats/ventes des années passées devrait y figurer afin que les administrateurs puissent juger du respect des allocations stratégique et tactique et discuter le cas échéant des écarts avec ces dernières.

[51] CA du 30/07/10

Réponse de l'organisme : *Aux différents Conseils d'Administration d'avril, il est systématiquement présenté un détail de différents éléments par immeuble, notamment des taux d'occupation, des T.R.I prévisionnels ainsi que des recettes locatives de l'exercice. Depuis fin 2011, il est présenté au Conseil d'Administration de début d'année la synthèse de l'activité de l'exercice précédent faisant apparaître l'ensemble des éléments liés aux achats et aux ventes d'actifs.*
Par ailleurs, dans le cadre des Conseils d'Administration, les Administrateurs sont régulièrement informés de l'évolution et de l'issue des décisions prises en matière d'investissements.

Observation de la mission : *La caisse ne contredit en rien les constats de la mission.*

[24] Il serait ainsi également possible d'objectiver les problèmes de trésorerie liés à des achats qui précèdent les ventes (comme indiqué dans le compte-rendu du conseil d'administration de novembre 2008).

[25] Les rapporteurs considèrent que sur les questions immobilières, la référence à un audit de 2002 est aujourd'hui dépassée, et ce d'autant plus que l'essentiel des préconisations de cet audit ont été appliquées. Une nouvelle politique immobilière doit être définie qui intègre les modifications de critères évoquées supra. Un vote en conseil d'administration doit être organisé sur ce sujet, avec une information préalable claire et détaillée des administrateurs, faisant le bilan des mouvements depuis 2002 (voir par exemple les données du tableau *infra*).

Réponse de l'organisme : *Une proposition stratégique détaillée en matière d'immobilier direct a été présentée aux membres du Bureau du 14 décembre 2012 et doit faire l'objet d'une discussion en Comité de Placements avant présentation pour validation à un Conseil d'Administration au cours du 1er trimestre 2013.*

Observation de la mission : *La mission se félicite du fait qu'une stratégie immobilière soit en cours de formalisation.*

[26] Parmi les documents fournis à la mission figurent des présentations réalisées notamment en 2011 à destination des administrateurs. La mission souligne cet effort d'information technique (y compris réglementaire) à destination des organes délibérants mais regrette l'absence de bilan interne aux investissements de la caisse.

Tableau 21 : Achats et ventes dans le patrimoine immobilier de la CARMF

ENTREES			SORTIES		
Nature	Noms	Montants	Nature	Noms	Montants
Immobilier	GOETHE	14 100	Immobilier	VITROLLES	4 120
			Immobilier	LAVAL	3 660
			Immobilier	MASSY PALAISEAU	1 525
			Immobilier	CENON	991
			Immobilier	SAINT GENIS POUILLY	2 750
			Immobilier	ACACIAS (Paris 17è)	1 068
	SOUS-TOTAL 2002	**14 100**		**SOUS-TOTAL 2002**	**14 114**
Immobilier	WAGRAM	33 000	Immobilier	Sainte Geneviève des Bois	2 310

			Immobilier	MEUDON (MDR)	1 677
			Immobilier	MEUDON (résidences)	6 312
			Immobilier	CLERMONT FERRAND	16 600
			Immobilier	PORTET sur GARONNE (les Villas Mariteau)	2 600
			Immobilier	VERRIERES le BUISSON	5 800
	SOUS-TOTAL 2003	**33 000**		**SOUS-TOTAL 2003**	**35 299**
Immobilier	54 MARCEAU	30 300	Immobilier	ILLKIRCH GRAFFENSTADEN	400
			Immobilier	BRAINE	46
			Immobilier	ALBER CAMUS (Paris 10è)	13 500
	SOUS-TOTAL 2004	**30 300**		**SOUS-TOTAL 2004**	**13 946**
Immobilier	GENERAL BERTRAND	31 000	Immobilier	BOULOGNE	6 000
Fonds	IMMORENTE	1 000	Immobilier	PONTHIEU	9 500
Fonds	EFIMMO	1 000	Immobilier	NANTERRE 1	13 500
Fonds	EOIV	3 138	Immobilier	PORTET sur GARONNE (la Villa Mariteau)	150
Fonds	FIF (Fonds Institutionnel Français)	2 151	Immobilier	FORET de l' AISNE	13 300
Fonds	LFPI	15 000			
	SOUS-TOTAL 2005	**53 289**		**SOUS-TOTAL 2005**	**42 450**
Fonds	FICOMA	4 999	Immobilier	29 PONCELET (appartement Paris 17è)	70
Fonds	EOIV	3 279	Immobilier	FORET HAUTE MARNE	4 120
Fonds	FIF (Fonds Institutionnel Français)	971	Immobilier	FORET MARNE	1 922
			Immobilier	FORET AUBE (Champ Moutot)	649
			Immobilier	FORET AUBE (Peute-Bête)	1 850
	SOUS-TOTAL 2006	**9 249**		**SOUS-TOTAL 2006**	**8 611**
Immobilier	38 SAINT FERDINAND	5 000	Immobilier	MONTIGNY le BRETONNEUX	9 000
Immobilier	43/47 GRANDE ARMEE	18 618			
Fonds	IMMORENTE	1 000			
Fonds	EFIMMO	1 000			
Fonds	EOIV	2 479			
Fonds	FIF (Fonds Institutionnel Français)	1 511			
Fonds	SEINE INVEST	3 300			
	SOUS-TOTAL 2007	**32 908**		**SOUS-TOTAL 2007**	**9 000**
Immobilier	43/47 GRANDE ARMEE (solde)	16 115			
Immobilier	BOISSIERE	24 750			
Immobilier	100 RAYMOND POINCARE	15 250			
Immobilier	32 RAYMOND POINCARE	10 000			
Immobilier	105 RAYMOND POINCARE	20 000			

Immobilier	21 VICTOR HUGO	17 000			
Fonds	FICOMA	1 286			
Fonds	IMMORENTE	2 000			
Fonds	EFIMMO	2 000			
Fonds	FIF (Fonds Institutionnel Français)	1 676			
Fonds	LFPI	10 650			
Fonds	SEINE INVEST	3 300			
Fonds	PIERRE PLUS	3 499			
	SOUS-TOTAL 2008	**127 526**			
Immobilier	VELASQUEZ	12 476	Immobilier	GENERAL BERTRAND	35 000
Immobilier	PRONY	27 000	Immobilier	SAINT LAURENT du VAR (MDR pour médecins)	1 530
Immobilier	43 MARCEAU	9 150			
Fonds	BTP IMMOBILIER	1 000			
Fonds	FLE SICAV FIS	7 000			
	SOUS-TOTAL 2009	**56 626**		**SOUS-TOTAL 2009**	**36 530**
Immobilier	GAILLON	22 500			
Fonds	FLE SICAV FIS	3 000			
Fonds	ACTIPIERRE 2	3 000			
Fonds	CILOGER 3	8 442			
	SOUS-TOTAL 2010	**36 942**			

Source : CARMF – montants en k€.

4. SI LA DIVERSIFICATION DANS LA PIERRE PAPIER NE SE FAIT PAS A TOUT PRIX, ELLE A NEANMOINS EU LIEU DANS DES ACTIFS NON ADMISSIBLES A HAUTEUR DE 62,7 M€

[27] Tous les ans, le rapport sur les orientations générales de la politique de placements mentionne comme objectifs :

- une politique prudente d'achat axée sur le rendement et la sécurité des loyers ;
- la diversification vers la pierre papier.

4.1. Les caractéristiques principales des biens immobiliers sont décrites, au contraire de la teneur des débats

[28] Les services de la caisse étudient des propositions d'investissements et les présentent au conseil d'administration, qui n'y donne en pratique que rarement suite (ou demande des éléments complémentaires) sans que le motif de la décision soit mentionné dans le compte-rendu.

[29] Plusieurs refus d'investissements dans de la pierre papier sont rapportés dans les comptes rendus. Parmi ceux-ci :

- en septembre 2006, le conseil d'administration refuse une proposition faite par AXA (et relayée par les services de la caisse en juin 2006) portant sur des fonds dont le risque apparaît effectivement élevé :

La Société AXA a fait parvenir à la CARMF les produits d'investissement présentés ci-après :

	EUROPEAN ADDED VALUE FUND (EAVF)	REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND II (REPE 2)	ALTERNATIVE PROPERTY INCOME VENTURE (APIV)
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	Majorité Europe d'Ouest	Europe d'Ouest (un peu d'Europe Centrale)
	Immeubles	Parts de sociétés	Immeubles à risque (non classiques)
	France (32,5%) Italie (15%) Espagne (15%) etc		
	Bureaux (entre 30 & 60%)	selon opportunités	Maisons de retraite
	Locaux industr. (20 à 40%)	tous secteurs	Centres de loisirs
	Commerces (10 à 30%)	y compris hôtels et établissements de santé	Centres hébergement étudiants
			Entrepôts, Stations service
			Parkings
Limitation des risques	- l'investissement dans un pays ne peut être > à 40%		- investissement non Euro pas > 25%
			- un pays pas > 40% total portefeuille
	- l'investissement dans un secteur ne peut être > à 60%		- 20% mini dans secteurs principaux
			- aucun bien > 15% total portefeuille
	- aucun bien > à 20%	- aucun bien > à 20%	- aucun locataire > 15% total portefeuille
	- aucun locataire > 15%		- rénovation pas > 25% prix bien
	- au moins 50% d'emprunt taux fixe		

Après un débat, le Conseil décide d'acquérir des parts du fonds European Added Value Fund (EAVF) pour un montant de 10 000 000 € et, dans l'hypothèse où les négociations concernant le projet d'investissement de l'immeuble situé 106/108, rue de la Boétie à Paris 8ème n'aboutiraient pas, de souscrire également 20 000 000 € dans le fonds Alternative Property Income Venture (APIV).

- refus d'investissement dans l'OPCI Silverstone (conseil d'administration du 20/06/09) ;

[30] au contraire, le conseil d'administration du 20/06/09 a donné son accord pour investir dans le fonds FLE SICAV-FIS à hauteur de 7M€. La mission estime que ce fonds n'est pas admissible (voir infra). De même, le conseil d'administration du 19/06/10 a décidé (17 voix pour, 1 voix contre et 4 abstentions) d'investir 10 M€ dans un fonds détenant pour l'essentiel des centres commerciaux en Allemagne. Aucune autre information que la décision finalement prise – ou, au mieux, le nombre de voix recueillies lors du vote – n'est retranscrite au procès-verbal.

[31] Lors de la séance du 18/06/11, un document sur les supports d'investissement en matière d'immobilier indirect a été présenté aux membres du conseil d'administration. Là encore aucune retranscription des échanges n'a été faite dans le compte rendu. Pourtant, la politique de diversification de la CARMF en matière d'immobilier devrait susciter des questionnements de la part du conseil d'administration sur les véhicules existants et pertinents au regard du passif de la caisse.

[32] Sur ce sujet, la mission considère que la caisse doit travailler à un meilleur suivi des frais et ce d'autant plus que dès 2008 (conseil d'administration de juin) un rapport de la commission de contrôle mentionne une augmentation des frais de gestion immobilière.

Réponse de l'organisme : *Conformément à ce qui est dit à la réponse au paragraphe 174 du rapport, une proposition de critères de sélection des prises de participation doit être faite aux membres du Conseil d'Administration, laquelle intégrera notamment des éléments relatifs aux frais prélevés par les gestionnaires de fonds.*

Observation de la mission : *Vu.*

4.2. Certains fonds immobiliers ne sont pas admissibles

[33] L'analyse des statuts de certains fonds dans lesquels la CARMF a investi montre que trois d'entre eux ne sont pas admissibles car ne présentant pas de caractère uniquement .

[34] En effet la foncière LFPI *« a pour objet, tant en France qu'à l'étranger, directement ou indirectement, et notamment à travers des participations dans d'autres sociétés, la détention d'immeubles* ***ou autres actifs*** *ou droits immobiliers. A cet effet, la Société pourra, notamment mais non limitativement :*

- *Acquérir et vendre, sous quelque forme que ce soit, tous biens et* ***droits mobiliers*** *et immobiliers, bâtis ou non bâtis, y compris* ***prendre toutes participations dans toutes sociétés*** *;*
- *Etudier et réaliser tous travaux d'équipement, d'aménagement et de rénovation sur tous terrains et biens immobiliers*
- *Etudier et réaliser toutes opérations immobilières au point de vue technique, commercial, juridique et financier*
- *Passer toutes conventions y afférentes et construire tous immeubles*
- *Gérer, entretenir, administrer, exploiter et louer ces immeubles ou fractions d'immeubles*
- *Vendre ces immeubles avant ou après achèvement, en totalité ou par lots*
- *Contracter tous emprunts, avec ou sans garantie hypothécaire, ayant pour but de permettre la réalisation de l'objet social*
- *Et plus généralement, pour* ***réaliser toutes opérations commerciales, industrielles, financières, mobilières*** *ou immobilières se rattachant directement ou* ***indirectement*** *aux objets ci-dessus définis et tous objets similaires, connexes ou susceptibles de favoriser la réalisation ».*

Réponse de l'organisme : *L'objet de La Foncière LFPI est bien « la détention d'immeubles ou autres actifs ou droits immobiliers ».*
L'énumération qui suit ne concerne que les modalités de réalisation de cet objet : « A cet effet, la société pourra, notamment mais non limitativement … ».

Observation de la mission : *Le fonds en question pourrait investir uniquement dans les actions d'une société spécialisée dans la fabrication de tuiles (ou de vis, ou de fils électriques), ce qui lui permettrait d'établir un lien indirect avec les travaux d'équipement, d'aménagement et de rénovation de biens immobiliers.*
La mission a une interprétation restrictive de la réglementation, tirant les conséquences de son caractère prudentiel.

[35] *Et généralement,* ***toutes opérations, affaires ou entreprises quelconques, financières, industrielles, commerciales, mobilières*** *ou immobilières et, plus particulièrement, celles se rattachant directement ou indirectement aux objets ci-dessous relatés ou qui seraient de nature à faciliter, favoriser ou développer son commerce et son industrie, et ce, tant en France que dans tous autres pays. »*

[36] Le fonds FLE SICAV-FIS, de droit Luxembourgeois est dans la même configuration. *« L'objet de la Société est* ***le placement de fonds en valeurs*** *dans le but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier ses associés des résultats de la gestion de leurs actifs, au sens le plus large autorisé par l'article 1 de la loi FIS. La Société peut également investir les fonds dont elle dispose en tout autre actif autorisé par la loi FIS et compatible avec son objet. […] ».*

Réponse de l'organisme : *L'extrait des statuts du Fonds FLE SICAV FIS est une rédaction type de statuts coordonnés conformes à la loi luxembourgeoise du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spécialisés (loi FIS). L'article 6 des statuts « détermination des objectifs de l'investissement » renvoie au mémorandum de placement privé de la société qui stipule (Titre III-1) « OBJECTIF D'INVESTISSEMENT : l'objectif est, en Allemagne et en Autriche, de constituer en trois à quatre ans un portefeuille d'environ € 200 millions d'actifs immobiliers, par des investissements strictement immobiliers, avec un objectif patrimonial et de rendement marqué et des opportunités de revalorisation à long terme ».*
Le règlement du fonds (TITRE III-1) reprend avec quelques variantes, le même objectif d'investissement.
Au vu de ces documents, il semble difficile d'affirmer que ce fonds n'ait pas un objet strictement immobilier.

Observation de la mission : *Il ne s'agit là que d'objectifs d'investissement et non d'investissements effectivement réalisés. La prise en compte en transparence permettrait notamment de connaître l'usage fait des liquidités non investies en biens immobiliers.*

[37] On notera également le fonds « European office income venture », dont les statuts sont en anglais et qui précise bien que *« The object of the Company is (i) the acuisition and holdings of interests […] in any kind or form of undertakings, whose purpose is the acquisition, letting, refurbishment and/or management of real estate investments ; (ii) the administration, develoment and management of such hodlings as well as (iii) the direct and/or indirect financing of such intermediary companies […]* ***The company may in particular (i) acquire by way of subscription, purchase, exchange or in any other manner any stock, shares and other participations securities, bonds, debentures, certificates of deposit and other debt instruments*** *[…] ».*

Réponse de l'organisme : *Même observation que pour le paragraphe [34]. L'objet est strictement mobilier : « The object of the Company is (i) the acquisition and holdings of interests […] in any kind or form of undertakings, whose purpose is the acquisition, letting, refurbishment and/or management of real estate investments ; (ii) the administration, development and management of such hodlings as well as (iii) the direct and/or indirect financing of such intermediary companies […] ».*

Observation de la mission : *La mission ne comprend pas l'expression «* any kind or form of undertakings, whose purpose is the acquisition, letting, **refurbishment** and/or management of real estate investments *» comme strictement immobilière.*

[38] Aussi, la mission considère que l'investissement dans ces trois fonds ne respecte pas la réglementation. Ces derniers représentent 62,7 M€ d'engagements au 31/12/11.

Annexe 3 : Extrait du procès verbal du conseil d'administration du 27 janvier 2001

Après présentation de ces résultats, le Docteur MAUDRUX donne la parole au Docteur CHACCOUR qui présente les différentes options possibles.

Le Docteur CHACCOUR souhaite savoir avant tout si, dans le cadre de l'allocation stratégique d'actifs, la part de l'immobilier qui est aujourd'hui de 20 %, doit ou non être maintenue.

Le Docteur MAUDRUX rappelle qu'un audit sur les questions immobilières a été demandé et que le Conseil d'Administration ne se prononcera sur ladite question qu'après les résultats de cet audit.

Le Docteur CHACCOUR souligne ensuite que les performances des actions en gestion directe sont meilleures que celles des Sicav et des FCP détenus par la CARMF.

Il estime donc qu'on doit privilégier la gestion directe, mais se demande, en raison de l'importance du portefeuille et de la tâche de surveillance de celui-ci de plus en plus lourde, si la totalité des parts dévolues à la gestion directe doit ou non être conservée.

Il considère qu'une réflexion approfondie sur les fonds dédiés s'impose ; puis il pose la question de savoir s'il convient de prendre un ou plusieurs gestionnaires en leur fixant des objectifs précis.

Madame BAUDUIN note, suivant l'élude précitée, que le recours aux fonds dédiés est utilisé par les caisses de retraite, notamment des professions indépendantes et qu'il n'y a pas eu d'opposition de la part des pouvoirs publics ; elle estime donc qu'il est logique pour la CARMF d'envisager une telle gestion par une réduction de la proportion de la gestion directe.

Le Docteur KIENER demande si une gestion qui consiste à confier une partie des actions et des obligations à un ou plusieurs établissements financiers et à conserver l'autre partie en gestion directe doit être considérée comme une gestion dédiée.

Le Docteur CHACCOUR répond par l'affirmative à cette question dès l'instant où un gérant est désigné.

Le Docteur KIENER souhaite en outre être fixé sur le coût des frais de gestion dédiée.

Monsieur CHAFFIOTTE précise qu'en gestion directe, c'est-à-dire en gestion interne, les frais sont beaucoup moins importants qu'en gestion déléguée, mais que dans le cadre de la gestion déléguée, les fonds dédiés ont des frais moins importants que les Sicav ou FCP ouverts.

Par ailleurs, il souligne qu'en gestion dédiée, la possibilité de diversification permet de réduire la volatilité et de diminuer le risque.

Le Docteur EON désire savoir s'il est possible d'avoir plusieurs gérants de fonds dédiés et de les mettre en concurrence, année par année.

Le Docteur CHACCOUR précise que le but recherché est justement d'avoir plusieurs gérants et de leur donner un objectif en fonction d'un certain indice ; ils sont ensuite jugés par rapport à cette demande ; il ajoute que les gérants doivent, au départ, être bien sélectionnés car il s'agit d'une gestion à long terme, ce qui ne permet pas de porter un jugement chaque année.

Le Docteur LÉOPOLD considère que l'essentiel est de savoir sur quel montant les gérants auraient à s'exprimer.

Le Docteur CHACCOUR estime que cette intervention doit être complétée par la question suivante : doit-on avoir à la fois des actions gérées en direct ou en gestion déléguée ? Il pense, selon lui, que ces deux possibilités doivent être retenues.

Le Docteur MAUDRUX souhaite connaître, suite à l'étude réalisée sur les placements des caisses de retraite, s'il existe, en moyenne, des performances au niveau de la gestion directe, déléguée et fonds dédiés.

Madame LOUVET indique que ces caisses de retraite diffusent difficilement des performances des fonds dédiés.

Le Docteur CHACCOUR considère que le suivi de la gestion des placements par la CARMF est le meilleur car il s'appuie sur le taux de rendement interne.

Le Docteur KIENER estime que la proportion suivante pourrait être retenue : 1/3 en gestion directe et 2/3 en gestion extérieure et que le point de la nouvelle stratégie de placement pourrait être effectué à l'issue de trois années.

Le Docteur CHAYETTE s'associe à ces propositions, ce qui permettrait ensuite d'effectuer une comparaison entre les résultats obtenus habituellement par la CARMF et ceux qui résulteraient des placements envisagés.

Le Docteur DHUMERELLE fait part de son inquiétude en ce qui concerne la réduction de la proportion de la gestion directe étant donné les bonnes performances obtenues jusqu'à présent par la CARMF au niveau de cette gestion.

Le Docteur LAUBREAUX rappelle que la CARMF est censée gérer en bon père de famille et qu'il assiste à une nouvelle stratégie de placement.

Madame LOUVET indique qu'il est nécessaire aujourd'hui de diversifier les styles de gestion.

Le Docteur BOUTIN partage l'avis du Docteur CHACCOUR qui considère que la gestion des placements par la CARMF est la meilleure.

Il souhaite cependant qu'une réflexion en profondeur sur la stratégie de répartition des actions suivant les régimes soit menée ; il rappelle que les performances sont différentes entre régimes et que les moins bonnes ont .été enregistrées au niveau des réserves du régime complémentaire d'assurance vieillesse. Il demande donc de rester vigilant sur cette question et de prévoir une méthode de répartition différente.

Monsieur CHAFFIOTTE propose d'une part, de passer de 60 % de gestion directe des actions à 40 %, ce qui conduirait à un transfert de 200 millions d'euros environ vers des fonds dédiés et d'autre part, d'entreprendre des discussions avec les sociétés de gestion afin de créer des fonds dédiés pour gérer les sommes actuellement investies dans des fonds ouverts, avec réduction des frais de gestion.

Après ces interventions, le Conseil d'Administration décide la création de fonds dédiés par transfert de fonds gérés actuellement en direct ou au sein de Sicav ou FCP ouverts.

Des propositions seront faites en ce sens par la Commission de Placements qui les transmettra au Conseil d'Administration pour examen et prise de décisions.

Monsieur ROSSIGNOL, Agent Comptable, tient par ailleurs à faire le point suivant :

Il rappelle tout d'abord, qu'une interprétation stricte des textes actuels n'autorise pas la gestion déléguée de fonds dédiés, mais note, suivant l'étude effectuée, que ceux-ci sont actuellement utilisés dans beaucoup de sections professionnelles et qu'il apparaît que la Tutelle les accepte.

Il observe en outre que le Conseil d'Administration de la CARMF a décidé de s'orienter vers ce genre d'instrument qui paraît intéressant.

Il rappelle enfin que le Conseil d'Administration reste seul responsable en dernier ressort, de la politique de placements.

Par ailleurs, le Conseil d'Administration donne délégation au Directeur, conformément à l'article R 623-8 du Code de la Sécurité Sociale, pour acheter ou vendre 20 % de toute ligne d'action ou d'OPCVM actions détenue en portefeuille avec respectivement vente ou achat ultérieur pour un montant équivalent sur une ou plusieurs lignes d'actions ou d'OPCVM actions détenues en portefeuille.

Dans le cadre de cette délégation, les ventes ne pourront être réalisées qu'avec plus-value comptable.

Le Conseil d'Administration donne également délégation au Directeur pour acquérir des obligations convertibles sur opportunité fiscale.

Enfin, le Conseil d'Administration décide, pour réduire les délais de consultation du Comité restreint de placements, que l'avis du Comité sera réputé favorable après accord de quatre administrateurs sur les sept composant le Comité.

Annexe 4 : Comparaison des allocations stratégiques / tactiques dans les comptes rendus de CA

1. L'INTRODUCTION DE LA PARTIE SUR LE RAPPORT SUR LES ORIENTATIONS GENERALES DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EN 2006 EST TOUJOURS LA MEME DE 2006 A 2011.

1.1. 2006

[1] Monsieur CHAFFIOTTE rappelle tout d'abord que l'article R 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-131 4 du 25 octobre 2002 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 ; ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

[2] Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse. Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en oeuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

[3] Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

[4] Après une forte baisse des marchés d'actions en 2001 et surtout en 2002, ces derniers se sont nettement repris à partir de 2003, l'année 2005 étant particulièrement florissante avec une performance d'ensemble du portefeuille supérieure à 17 % (2001 : - 7,42 %, 2002 : -14,60 %, 2003 : +12,79 %, 2004 : +7,08 %).

[5] Le présent rapport présentera successivement la politique menée en 2005 et les orientations pour 2006.

1.2. 2007

[6] Monsieur CHAFFIOTTE présente le rapport déjà étudié la veille par la Commission de Placements.

[7] Il rappelle en préambule que l'article R. 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2 002 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 ; Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

[8] Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse. Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en oeuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

[9] Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

1.3. 2008

[10] Monsieur CHAFFIOTTE présente le rapport déjà étudié la veille par la Commission de Placements, et sur lequel elle a émis un avis favorable. Il rappelle en préambule que l'article R 623-10-4 du Code la Sécurité sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2 002 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. Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

[11] Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse. Dans le cadre de la réforme du régime Complémentaire vieillesse mise en oeuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

[12] Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

[13] Après une forte baisse des marchés d'actions en 2001 et surtout en 2002, ces derniers se sont nettement repris à partir de 2003, l'année 2007 étant la cinquième année consécutive de hausse du portefeuille avec une performance d'ensemble supérieure à 4,5 % (2001 : -7,42 %, 2002 : -14,60 %, 2003 : +12,79 %, 2004 : +7,08 %, 2005 : +17,43 %, 2006 : +11,76 %).

[14] Le présent rapport présente successivement la politique menée en 2007 et les orientations pour 2008.

1.4. 2009

[15] Monsieur CHAFFIOTTE présente le rapport déjà étudié la veille par la Commission de Placements, et sur lequel elle a émis un avis favorable.

[16] L'article R. 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 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.

[17] Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

[18] Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse.

[19] Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en oeuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

[20] Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

[21] Après une forte baisse des marchés d'actions en 2001 et surtout en 2002, ces derniers se sont nettement repris à partir de 2003. Toutefois après cinq années de hausse, les performances se sont fortement dégradées en 2008 (2001 : -7,42 %, 2002 : -14,60 % , 2003 : +12,79 % , 2004 : +7,08 %, 2005 : +17,43 %, 2006 : +11,76 %, 2007 : 4,62 %, 2008 : - 28,83 %).

[22] Le présent rapport présentera successivement la politique menée en 2008 et les orientations pour 2009.

1.5. 2010

VII - RAPPORT SUR LES ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EN 2010

Monsieur CHAFFIOTTE présente le rapport déjà étudié la veille par la Commission de Placements, et sur lequel elle a émis un avis favorable.

L'article R. 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 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. Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse.

Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en œuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions.

Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

Après une forte baisse des marchés d'actions en 2001 et surtout en 2002, ces derniers se sont nettement repris à partir de 2003. Toutefois après cinq années de hausse, les performances se sont fortement dégradées en 2008 puis sensiblement améliorées en 2009 (2001 : -7,42 %, 2002 : -14,60 % , 2003 : +12,79 % , 2004 : +7,08 %, 2005 : +17,43 %, 2006 : +11,76 %, 2007 : +4,62 %, 2008 : - 28,83 %, 2009 : +21,64 %).

Le présent rapport présentera successivement la politique menée en 2009 et les orientations pour 2010.

1.6. 2011

[23] Monsieur CHAFFIOTTE présente le rapport déjà étudié la veille par la Commission de Placements, et sur lequel elle a émis un avis favorable.

[24] L'article R. 623-10-4 du code la sécurité sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 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 placements des actifs gérés par la caisse. Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

[25] Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la Caisse.

[26] Dans le cadre de la réforme du régime Complémentaire Vieillesse mise en oeuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).

[27] Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions.

[28] Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier.

[29] Après une forte baisse des marchés d'actions en 2001 et surtout en 2002, ces derniers se sont nettement repris à partir de 2003. Toutefois après cinq années de hausse, les performances se sont fortement dégradées en 2008 puis sensiblement améliorées en 2009-2010 (2001 : -7,42 %, 2002 : -14,60 % , 2003 : +12,79 % , 2004 : +7,08 %, 2005 : +17,43 %, 2006 : +11,76 %, 2007 : +4,62 %, 2008 : - 28,83 %, 2009 : +21,64 %, 2010 : 8,60 %).

[30] Le présent rapport présentera successivement la politique menée en 2010 et les orientations pour 2011.

Réponse de l'organisme : *' (sous [13] à [30]) Ces extraits du rapport sur les orientations générales de la politique de placements de 2006 à 2011 rappellent et confirment l'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire vieillesse de la CARMF.*
La rédaction est la même chaque année car cette allocation n'a pas été modifiée. Elle a donc été approuvée chaque année par le Conseil d'Administration.

Observation de la mission : *La mission ne dit pas autre chose.*

2. LA PARTIE SUR L'IMMOBILIER EST RESTEE INCHANGEE AU MOINS DEPUIS 2006, SI CE N'EST LA MISE A JOUR DES CHIFFRES

[31] Cette absence de modification des comptes-rendus ne pose pas de problème en soi, si ce n'est qu'elle démontre que le compte rendu n'est pas un rapport des débats et discussion qui ont eu lieu lors du CA.

Réponse de l'organisme : *L'article R 623-10-4 du Code de la Sécurité Sociale dispose que « le Conseil d'Administration … approuve annuellement un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placements fixée par la Caisse.»*
Ce rapport n'a pas à retranscrire les débats du Conseil. C'est un document qui est formellement approuvé et traduit la position officielle de la Caisse.

Observation de la mission : *La caisse confirme donc l'observation de la mission.*

[32] Les rapporteurs regrettent néanmoins, que cette constance dans le discours, qui s'apparente de fait à une retranscription de l'allocation stratégique, ne soit pas mieux isolée et mieux identifiée afin d'être votée par les administrateurs.

[33] Un bilan réel de la correspondance entre l'allocation stratégique et les investissements réalisés aujourd'hui inexistante en tant que telle s'avère également indispensable au bon suivi de ces placements immobiliers par les administrateurs.

Réponse de l'organisme : *L'allocation effective des actifs de la Caisse a toujours respecté (à 1 ou 2 % près, correspondant aux fluctuations du marché) l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas à l'observation de la mission, qui constatait, **sans être contredite par la caisse**, l'absence de bilan de l'allocation réellement mise en œuvre par la caisse.*

2.1. 2006

[34] Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation.

[35] Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un prix global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 € et 42 450 000 € en 2005.

[36] Attentif à la conjoncture économique, le Conseil d'Administration, malgré la bonne tenue apparente du secteur immobilier, n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers craignant, non sans raison, une corrélation, bien que décalée, entre la conjoncture économique et les prix pratiqués dans le secteur de l'immobilier d'entreprise.

[37] Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a décidé d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro.

[38] Au cours de l'année 2005, pour le régime Invalidité Décès, deux immeubles ont été vendus pour 6 150 000 €. Ces ventes ont dégagé une plus-value de 5 925 936 €. En ce qui concerne le Régime Complémentaire, deux immeubles ont été vendus pour 23 000 000 € faisant ressortir une plus-value de 7 977 705 € et la CARMF a acquis un immeuble de bureaux dans le 7ème arrondissement au prix de 31 000 000 € ainsi que des parts de pierre-papier pour la somme de 22 289 137 €.

[39] Par ailleurs, conformément au décret du 25 octobre 2002 imposant à la CARMF de vendre ses biens forestiers avant la fin 2007, une forêt a été vendue pour 13 300 000 €, dégageant une plus-value de 3 815 538 €.

2.2. 2007

[40] Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation. [idem]

[41] Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un prix global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 €, 42 450 000 € en 2005 et 8 611 000 € en 2006.

[42] Attentif à la conjoncture économique, le Conseil d'Administration, malgré la bonne tenue apparente du secteur immobilier, n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers craignant, non sans raison, une corrélation, bien que décalée, entre la conjoncture économique et les prix pratiqués dans le secteur de l'immobilier d'entreprise toujours en hausse. [modifié à la marge]

[43] Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a décidé d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. .[idem depuis 2006]

[44] Au cours de l'année 2006, pour le régime Invalidité Décès, un petit appartement à caractère social a été vendu pour 70 000 €. Cette vente a dégagé une plus value de 64 929 €.

[45] En ce qui concerne le Régime Complémentaire, conformément au décret du 25 octobre 2002 imposant à la CARMF de vendre ses biens forestiers avant la fin 2007, la poursuite des ventes s'est effectuée et a porté sur 1 721 ha pour 8 541 000 € dégageant une plus-value de 4 933 560 €.

2.3. 2008

[46] Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation. [idem]

[47] Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un prix global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 €, 42 450 000 € en 2005, 8 611 000 € en 2006 et 15 200 000 € en 2007.

[48] Attentif à la conjoncture économique, le Conseil d'Administration, malgré la bonne tenue apparente du secteur immobilier, n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers craignant, non sans raison, une corrélation, bien que décalée, entre la conjoncture économique et les prix pratiqués dans le secteur de l'immobilier d'entreprise toujours en hausse. [idem 2007]

[49] Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a décidé d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. [idem depuis 2006]

[50] En ce qui concerne le Régime Complémentaire, conformément au décret du 25 octobre 2002 imposant à la CARMF de vendre ses biens forestiers, la dernière vente a été réalisée en 2007 pour 6 200 000 €. L'immeuble de Montigny a également été vendu pour 9 000 000 €. Enfin, la CARMF a acquis en 2007 un immeuble de bureaux de 900 m² dans le 17ème arrondissement au prix de 5 000 000 € et un immeuble de bureaux de 5 500 m² dans le 16ème arrondissement au prix de 35 000 000 € ainsi que des parts de fonds immobiliers pour la somme de 9 290 000 €.

2.4. 2009

[51] Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation. [idem]

[52] Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un prix global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 €, 42 450 000 € en 2005, 8 611 000 € en 2006 et 15 200 000 € en 2007. En 2008, aucune vente n'a été réalisée.

[53] Attentif à la conjoncture économique en général et en particulier de l'immobilier, le Conseil d'Administration n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers craignant, non sans raison, une baisse des valeurs locatives. [modifié à la marge]

[54] Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a décidé d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. . [idem depuis 2006]

[55] Enfin, la CARMF a acquis en 2008, profitant de la baisse du marché, cinq immeubles de bureaux dans le 16ème arrondissement de Paris, totalisant 9 350 m² pour un montant total de 87 000 000 € ainsi que des parts de fonds immobiliers pour la somme de 24 410 885 €.

2.5. 2010

Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation.

Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un montant global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 €, 42 450 000 € en 2005, 8 611 000 € en 2006 et 15 200 000 € en 2007. En 2008, aucune vente n'a été réalisée et deux immeubles ont été vendus en 2009 pour 39 530 000 €.

Attentif à la conjoncture économique en général, à celle de l'immobilier et à la baisse des valeurs locatives, le Conseil d'Administration n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers.

Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a investi dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro.

Enfin, la CARMF a acquis en 2009 trois immeubles de bureaux à Paris, totalisant 5 399 m² pour un montant total de 48 626 000 € ainsi que des parts de fonds immobiliers pour la somme de 7 999 851 €. Par ailleurs, le Bureau du 23 octobre 2009 a voté la souscription de 3 000 000 € dans un fonds dont le paiement effectif aura lieu début 2010.

2.6. 2011

[56] Suite à un rapport d'audit externe effectué sur le patrimoine immobilier de la Caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation. [idem]

[57] Les ventes, qui s'étaient élevées à 14 113 918 € en 2002, se sont poursuivies pendant l'exercice 2003 à hauteur d'un prix global de 35 298 940 €. Au cours de l'année 2004, les ventes réalisées ont représenté 13 945 735 €, 42 450 000 € en 2005, 8 611 000 € en 2006 et 15 200 000 € en 2007. En 2008, aucune vente n'a été réalisée et deux immeubles ont été vendus en 2009 pour 39 530 000 €. En 2010, aucune vente n'est intervenue. [paragraphe identique complété année après année].

[58] Attentif à la conjoncture économique générale, à celle de l'immobilier et à la baisse des valeurs locatives, le Conseil d'Administration n'a pas manqué de modifier ses critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers directs tout en poursuivant une politique d'acquisition d'immeubles de bureaux de qualité au Centre de Paris. [modification marginale].

[59] Par ailleurs, dans un souci de diversification tant sectorielle que géographique, la CARMF a investi dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués d'immeubles de bureaux de rapport, de commerces et logistique situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro.[idem depuis 2006]

[60] Dans ce cadre, la CARMF a acquis en 2010 un immeuble de bureaux à Paris, totalisant 3 047 m² pour un prix de 22 500 000 € ainsi que des parts de fonds immobiliers pour la somme de 14 441 840 €. [modifié année après année].

Réponse de l'organisme : *' (sous [34] à [60]) Il s'agit d'extraits du rapport, qui retracent la politique immobilière suivie chaque année,*

Observation de la mission : *Vu.*

Annexe 5 : Le calcul des taux de rendement internes immobiliers par la caisse

[1] La caisse évalue la rentabilité de ses placements immobiliers en calculant leur taux de rendement interne (TRI). Le TRI se définit comme le taux égalisant la somme des flux entrants capitalisés (pour l'essentiel, les loyers et le produit de la cession) avec la somme des flux sortants capitalisés (notamment l'achat et les travaux).

[2] Le TRI est par construction très sensible à 2 facteurs :

- la date de versement des divers flux ;
- l'estimation de la valeur de vente du bien immobilier.

[3] Par défaut, on suppose souvent que les mouvements ont lieu en milieu de période. Les estimations ci-dessous montrent que la date de versement des divers flux n'est pas neutre sur le TRI obtenu.

[4] Ainsi, s'agissant de l'immeuble sis 54 avenue Marceau à Paris, la CARMF établit le TRI à 7,26 % en supposant que les flux (en particulier les loyers) sont perçus en milieu d'année. Un calcul avec des flux perçus en début d'année ferait ressortir le TRI à 6,87 % contre 7,71 % pour des flux de fin d'année. Le résultat varie donc sensiblement selon les hypothèses de versement des flux qu'il convient de préciser.

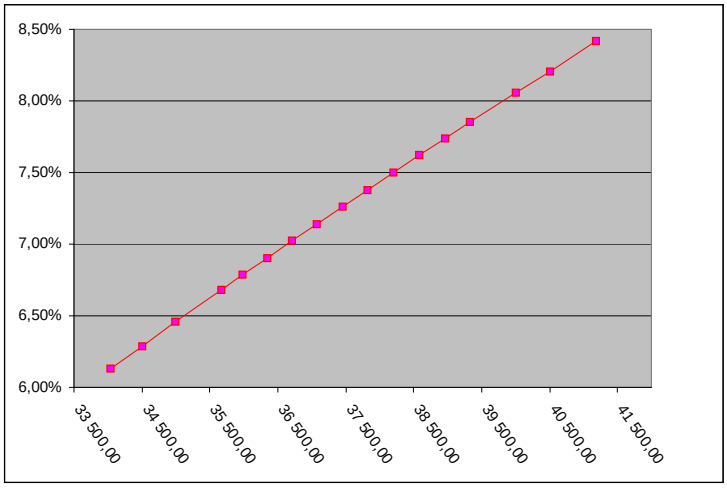
Réponse de l'organisme : *S'agissant d'immeubles de rapport, les loyers perçus sont mensuels ou trimestriels et sont donc en moyenne considérés comme perçus en milieu d'année si l'immeuble est loué sur une année complète.*

Observation de la mission : *Vu.*

Recommandation n°22 : Préciser les hypothèses faites sur les dates de versement des flux entrants et sortants.

[5] Par ailleurs, le calcul du TRI se base sur une valeur de vente du bien immobilier qui n'est qu'estimée tant que le bien n'est pas effectivement vendu. Le tableau suivant fait apparaître qu'une variation de 10 % vers le haut (respectivement vers le bas) de la valeur estimée du bien immobilier précité entraîne une augmentation de 15,89 % (respectivement une diminution de 15,54 %) du TRI calculé avec flux en milieu de période. Le graphique suivant retrace la variation de la valeur du TRI en fonction de la valeur estimée du bien :

Graphique 7 : Evolution du TRI en fonction du prix de vente



Source : Simulations IGAS sur flux CARMF (immeuble du 54 avenue Marceau à Paris) – prix de vente en k€.

[6] La question de la valeur de vente du bien immobilier, particulièrement sensible, se pose donc. L'usage du TRI nécessite une expertise externe permettant d'objectiver (et d'externaliser) le prix de vente supposé.

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'étant pas réglementairement assujettie à expertise externe, elle procède à la valorisation de ses actifs immobiliers de manière interne.*
Il est important de noter à ce titre que les méthodes employées pour ces valorisations (méthode dite « par comparaison » ou méthode « par capitalisation ») sont les mêmes que celles usuellement employées par les experts.
De la même manière, la situation très regroupée des actifs détenus par la CARMF leur permet de se référencer entre eux tant en terme de valeur vénale que de valeur locative.
Le TRI des immeubles détenus par la Caisse dépend bien entendu de l'actualisation de la valeur de ces immeubles. Il ne peut être calculé de manière certaine qu'en cas de vente. La CARMF procède à des estimations internes dans le cas contraire, avec la même méthodologie que des experts externes.

Observation de la mission : *La caisse ne contredit en rien les constats de la mission.*

Recommandation n°23 : Ne pas utiliser le TRI lorsque l'immeuble n'a pas fait l'objet d'une valorisation externe.

[7] Si le taux de rendement interne est intéressant en ce qu'il est réputé représenter le véritable rendement d'un bien, il présente le double inconvénient :

- le TRI d'un ensemble de biens immobiliers n'est pas la moyenne, même pondérée, des TRI de chacun des biens le composant. On donnera pour exemple le calcul du TRI avec flux de milieu de période qui s'élève à :
  - 7,26 % pour l'immeuble sis au 54 avenue Marceau à Paris (estimé à 37 448 k€ fin 2011) ;
  - 11,64 % pour l'immeuble sis rue Jean Goujon à Paris (estimé à 69 624 k€ fin 2011) ;
  - 10,67 % pour l'ensemble des deux immeubles, alors que la moyenne des deux rendements pondérés par les valeurs vénales des immeubles s'établit à 10,30 %.

Réponse de l'organisme : *Le calcul d'un TRI de plusieurs immeubles ou sur plusieurs années n'est pas calculé en moyenne, mais en fonction des flux réels annuels et de la valeur finale des immeubles.*

Observation de la mission : *La mission insistait sur la non linéarité du TRI, qui rend sa manipulation malaisée pour des administrateurs qui ne seraient pas des spécialistes de la matière financière.*

- de même, le TRI d'un bien sur deux périodes successives ne se déduit pas simplement du TRI de chacune des périodes. Par exemple, s'agissant de l'immeuble sis au 54 avenue Marceau, en supposant une valeur de vente en 2008 égale à 33 494 k€[52], le TRI s'élève à :
  - 5,82 % sur la période allant de 2004 à 2008 ;
  - 7,54 % sur la période allant de 2008 à 2012 ;
  - 7,26 % sur la période allant de 2004 à 2008.

[52] Pour les besoins de l'exemple, on supposera que la valeur du bien en 2008 est égale à la moyenne géométrique de la valeur d'achat en 2004 (29 957 k€) et de vente théorique en 2012 (37 448 k€ fin 2011, supposé être la valeur 2012).

Annexe 6 : Exemple de fiche d'analyse d'un fonds

CARMF – SL/VL
Le 09/11/2011

Amundi Actions Emergents (part P)

* Société de Gestion : Amundi Asset Management

* Banque dépositaire : CACEIS Bank France ; les titres seront ensuite déposés à la Société Générale.

* Forme Juridique : FCP

* Classification AMF : Actions émergentes

* Date de création : 15/06/2005

* Objectif d'investissement :

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 ligne en portefeuille) vise à générer régulièrement de la valeur ajoutée à travers 3 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.

Principales zones géographiques (au 31/10/2011) : Brésil : 20%, Chine (yc Hong Kong) : 18%, Corée du Sud : 14,4%, Russie : 10%, Taïwan : 9,2%, Inde : 7,4%, Afrique du Sud : 6%, Mexique : 4,3%, Indonésie : 3,9%

Principaux secteurs (au 31/10/2011) : Financières : 22,1%, Energie : 17%, Matériaux : 14,6%, Technologie : 14,1%, Consommation cyclique : 12%, Télécoms : 9,5%, Consommation courante : 6,5%, Industries : 4,6%

Répartition par taille de capitalisation boursière : 1) Petites capitalisations (< 1 milliard USD) : 2,1% ; Moyennes (entre 1 et 5 milliards USD) : 24,1% ; Grandes (> 5 milliards USD) : 79,2%

* Frais de gestion : 2% TTC ; rétrocession dans le cadre du fonds de fonds : 0,76%

* Affectation des résultats : capitalisation

* Actif Net (au 31/10/2011) : 803 millions d'euros. Valeur boursière (à fin Octobre 2011) des parts détenues par la CARMF : 45 millions Euros

* Performances : la CARMF a commencé à investir dans ce fonds en Janvier 2010.

2011 (au 31/10/2011) : -18,12% ; 2010 : 25,30% ; 2009 : 91,58% ; 2008 : -54,72%

Volatilité annualisée (sur 3 ans glissants) à fin Septembre 2011 : 29,17% contre 28% pour l'indice

* Droit d'entrée / sortie: néant

* Valorisation : quotidienne

Annexe 7 : Note interne à destination des membres de la commission des placements sur la gestion des obligations convertibles

PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES EURO GESTION DE SA PERFORMANCE ET DE SA VOLATILITE

Expositions actuelles et statistiques :

Au 31 octobre 2011, la CARMF détenait 7 fonds dédiés pour 444,8 millions d'euros et un fonds de multi-gestion d'obligations convertibles pour 59,1 millions d'euros. Ce dernier, créé fin février 2011, constituait une première réponse à la gestion de la volatilité de la performance des obligations convertibles (les gérants créent de l'alpha par rapport à l'indice ECI euro mais protègent peu des baisses des indices actions).
Le benchmark ECI euro est un frein à la flexibilité.

Au 31/10/2011 *Performances*	*1 AN*	*3 ANS*	*5 ANS*
Moyenne de nos fonds dédiés	-6,95%	27,28%	4,77%
Exane ECI €	-5,62%	27,75%	-0,83%
Gestion directe (13 M€)	-3,22%	21,02%	9,08%

Depuis sa création, le FCP dédié de multi-gestion d'obligations convertibles a réalisé -6,33% au 31 octobre 2011 pour un indice à -8,68% quand la moyenne des autres fonds produisait -10,46%.

Par ailleurs, les obligations convertibles logées dans la poche obligataire de la CARMF sont pénalisées lorsque les marchés boursiers reculent pendant qu'OAT et bund produisent de la performance par voie de fuite vers la qualité.

Position du sujet face au désendettement qui réduit la croissance des économies :

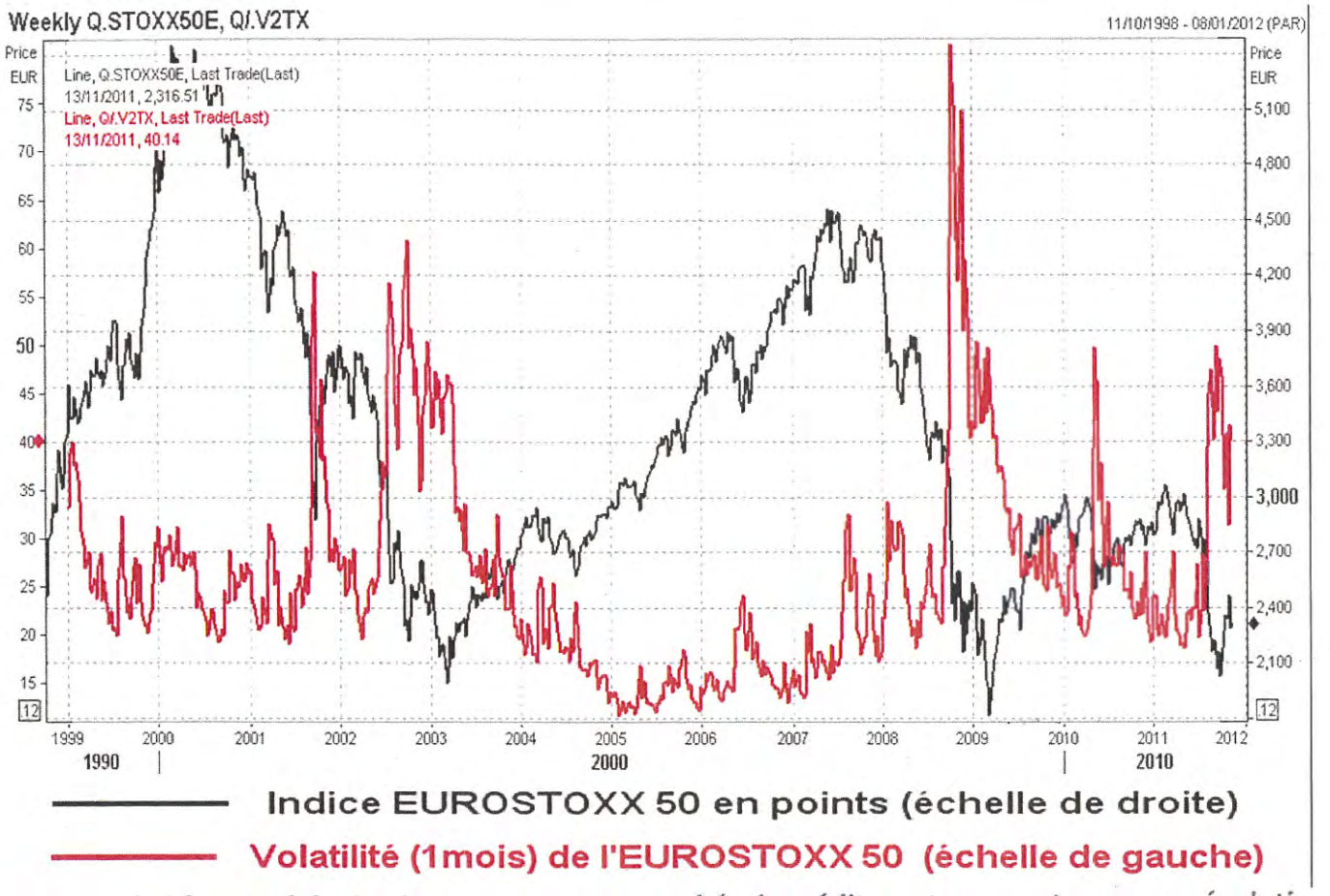
L'indice Eurostoxx50 a fluctué entre 2 500 et 3 050 points de juillet 2009 à juillet 2011 et vaut aujourd'hui 2 250 après avoir évolué entre 1950 et 2 500.
Le cadre économique et politique est actuellement propre à générer pendant de long mois de la volatilité dans la performance des obligations convertibles de la zone euro qui offrent 3% de rendement actuariel pour 25% d'exposition aux actions.

L'idée serait d'accompagner les fonds dédiés (hors multi-gestion) d'un moteur de performance tel que son coût serait modéré dans les phases de hausse des indices actions (et largement absorbé par la performance des fonds) mais qui surtout protègerait des baisses marquées.

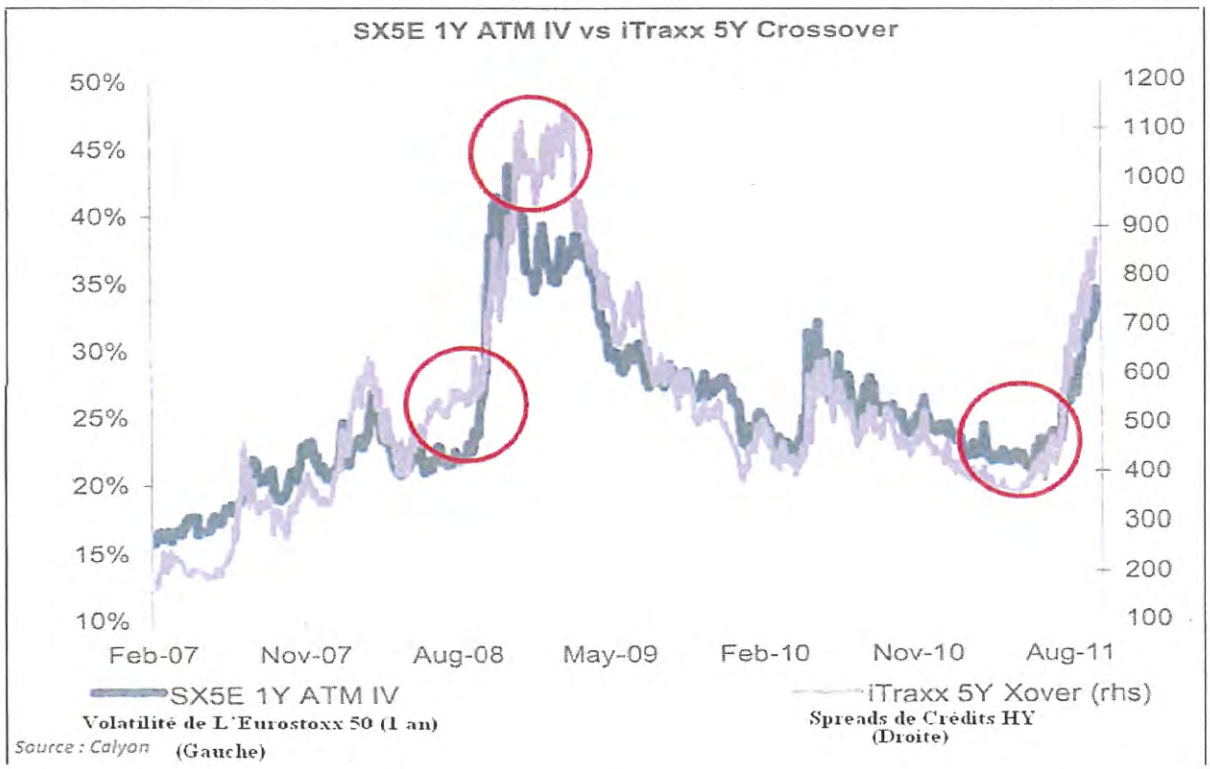
Les recherches entreprises

Nos consultations font ressortir deux vecteurs constitutifs d'une solution à savoir :

- la couverture par achats de « put », financés par des ventes de « call ».
- l'achat de volatilité sur indice (VStoxx pour l'Europe). En effet, le niveau de volatilité des marchés d'actions augmente en règle générale à mesure que ceux-ci baissent et que les spreads de crédit des obligations convertibles s'écartent.



La volatilité (actions) évolue inversement aux marchés du crédit, tout en ayant sa propre évolution



Bien sûr, le moteur de performance permettant de protéger le portefeuille d'obligations convertibles est plutôt à mettre en place quand les marchés d'actions ont rebondi avec abaissement de la volatilité (moins chère à acheter).
D'autre part, il convient que la solution soit éligible au ratio de 34% en obligations libellées en euro et que sa mise en place exige le moins de capitaux possible.
A titre d'exemple, dans ce cadre de stratégies optionnelle et volatiliste, la société de gestion Lyxor a proposé une solution aux résultats ci-après :

Performances mensuelles de l'indice EXANE

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Aout	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Année
2001	1,3%	-4,5%	-0,4%	3,0%	-1,6%	-1,1%	-0,6%	-2,3%	-3,4%	3,2%	0,5%	0,3%	-5,8%
2002	-1,3%	-0,5%	1,0%	-1,6%	-0,5%	-2,9%	-2,4%	0,7%	-0,8%	1,8%	2,3%	0,0%	-4,1%
2003	0,4%	-0,2%	0,4%	1,6%	1,6%	0,4%	0,9%	1,2%	-0,1%	1,3%	0,7%	0,5%	9,0%
2004	1,2%	1,2%	0,1%	-1,0%	-1,1%	0,1%	-0,5%	0,2%	0,4%	0,5%	1,1%	1,3%	3,6%
2005	0,8%	-0,9%	0,8%	-0,9%	1,9%	1,7%	2,1%	0,3%	1,4%	-0,8%	1,9%	2,3%	10,9%
2006	2,8%	1,3%	0,8%	0,1%	-2,4%	0,4%	-0,6%	1,4%	1,4%	1,4%	0,9%	2,8%	10,7%
2007	2,7%	-1,8%	2,1%	2,7%	2,4%	-0,4%	-3,4%	-0,2%	0,6%	0,7%	-0,8%	-1,4%	3,2%
2008	-4,7%	-1,3%	-0,5%	1,4%	-0,7%	-5,6%	0,5%	1,8%	-10,6%	-10,8%	4,9%	4,4%	-20,4%
2009	0,0%	-0,8%	2,2%	3,3%	2,9%	-0,8%	5,7%	1,6%	2,0%	-0,8%	1,4%	2,7%	21,0%
2010	-0,1%	-0,7%	2,7%	-1,9%	-4,9%	-0,3%	4,5%	-0,1%	1,5%	2,3%	-1,0%	0,8%	2,3%
2011	1,2%	1,8%	0,4%	0,4%	-2,2%	1,3%	-5,1%	-4,9%	-3,6%	4,0%	-1,7%(*)		-7,0%

(*) jusqu'au 9 novembre 2011

Performances mensuelles de Lyxor Hedge Optimiser

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Aout	Sept.	Oct.	Nov.*	Déc.	Année
2001	5.3%	15.5%	6.5%	-16.0%	7.7%	8.5%	13.8%	25.2%	23.6%	-10.9%	-2.4%	1.2%	78.0%
2002	3.7%	3.4%	-3.0%	8.0%	5.1%	19.0%	23.7%	-8.3%	15.9%	-4.7%	-5.6%	5.5%	62.8%
2003	6.0%	3.0%	-0.6%	-2.9%	-0.7%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	1.1%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	3.7%
2004	0.8%	0.4%	-0.2%	2.6%	1.5%	-0.3%	1.5%	0.2%	-1.8%	-0.7%	-0.3%	0.6%	4.2%
2005	-1.2%	-0.4%	1.0%	1.3%	-2.8%	0.3%	-1.7%	1.8%	-1.9%	1.5%	-2.3%	0.3%	-4.3%
2006	-1.7%	-0.5%	-0.4%	0.9%	4.5%	-2.4%	-0.9%	-0.8%	-0.2%	0.1%	1.4%	-2.2%	-2.3%
2007	-0.5%	2.5%	-3.2%	-5.8%	0.0%	5.0%	10.7%	5.0%	-2.3%	8.5%	2.4%	9.2%	31.4%
2008	21.7%	22.5%	-7.0%	-3.3%	13.0%	26.9%	4.4%	1.2%	35.1%	52.2%	34.9%	-10.9%	190.6%
2009	29.8%	20.6%	-21.8%	-7.9%	-8.3%	7.3%	-8.1%	-0.1%	-1.0%	0.6%	-0.6%	-2.1%	8.4%
2010	0.0%	0.6%	-4.2%	3.6%	6.4%	3.1%	-14.1%	4.5%	-1.6%	-4.1%	2.4%	-0.4%	-3.9%
2011	-5.8%	2.4%	-1.3%	-0.8%	5.0%	-3.2%	10.6%	19.7%	26.9%	-17.0%	1.7%		38.1%

* jusqu'au 9 novembre 2011

Performances mensuelles pour 500M EXANE + 50M Lyxor H.O

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Aout	Sept.	Oct.	Nov.*	Déc.	Année
2001	1.9%	-2.9%	0.2%	1.4%	-0.8%	-0.3%	0.7%	0.2%	-1.1%	2.1%	0.3%	0.4%	2.0%
2002	-0.9%	-0.2%	0.7%	-0.8%	0.1%	-1.0%	-0.1%	-0.1%	0.8%	1.4%	1.8%	0.6%	2.2%
2003	1.0%	0.1%	0.3%	1.4%	1.6%	0.3%	0.9%	1.1%	0.0%	1.2%	0.7%	0.4%	9.4%
2004	1.3%	1.2%	0.0%	-0.7%	-1.0%	0.0%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	1.1%	1.3%	4.1%
2005	0.7%	-0.9%	0.9%	-0.8%	1.6%	1.7%	1.9%	0.5%	1.2%	-0.7%	1.6%	2.3%	10.4%
2006	2.6%	1.3%	0.8%	0.2%	-2.0%	0.2%	-0.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	2.6%	10.5%
2007	2.6%	-1.5%	1.8%	2.2%	2.4%	0.1%	-2.3%	0.3%	0.3%	1.5%	-0.5%	-0.4%	6.6%
2008	-2.5%	1.0%	-1.2%	1.1%	0.6%	-3.0%	0.9%	1.9%	-7.1%	-5.6%	8.4%	3.3%	-2.9%
2009	3.0%	1.2%	0.0%	2.5%	2.1%	-0.1%	4.9%	1.6%	1.9%	-0.7%	1.4%	2.5%	22.1%
2010	-0.1%	-0.6%	2.3%	-1.6%	-4.3%	0.0%	3.1%	0.3%	1.3%	1.9%	-0.8%	0.7%	2.0%
2011	0.6%	2.0%	0.2%	0.3%	-1.7%	1.0%	-4.1%	-2.1%	-0.7%	1.8%	-0.5%		-3.2%

* jusqu'au 9 novembre 2011

Description de la solution Lyxor Hedge Optimizer :

La proposition Lyxor se compose de deux stratégies ;

- **L'Enhanced Collar** offre une couverture contre la baisse du marché actions
- **Le Smart Carry** permet une protection en cas de hausse de la volatilité du marché actions et particulièrement face à la montée des risques extrêmes.

L'association des deux stratégies permet une couverture diversifiée, efficace dès une baisse modérée du marché actions et renforcée lors d'une crise plus sévère. L'exposition à ces deux stratégies étant par ailleurs pilotée en fonction du delta du marché des obligations convertibles.

Enhanced collar :

La stratégie consiste à financer un achat de put 1 an à 90%, tous les mois, en vendant chaque jour, des calls 2 semaines à 102%.

La stratégie Enhanced collar est basée sur une idée d'optimisation des coûts :

Vendre des calls ayant une maturité courte permet par encaissement des primes de financer la protection sans abandonner la totalité de la performance du sous-jacent en cas de hausse.

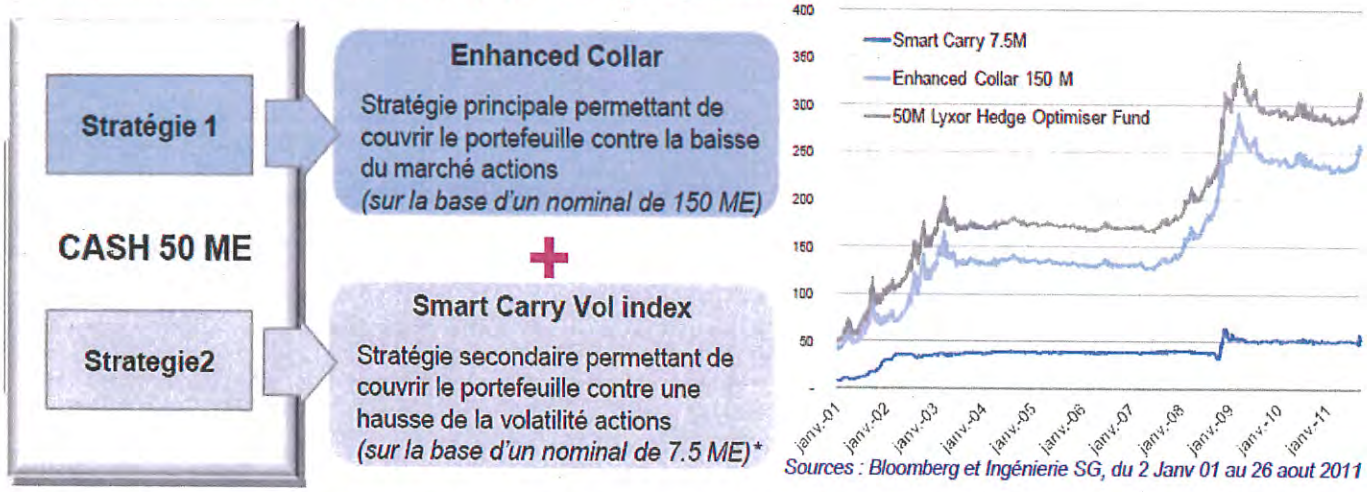
Smart Carry :

Exposition à la volatilité ; achat, tous les jours, de volatilité avec départ différé (date de départ et maturité optimisées selon le coût de portage et la pente de volatilité) et vente quotidienne de volatilité réalisée à départ immédiat (basculement mensuel et maturité optimisée).
Même principe, l'exposition longue de volatilité est en partie financée par la position courte.
Le nominal de la position "vendeuse" restant nettement inférieur (<25%) afin de rester long de volatilité.

Stratégie très réactive en cas de « choc de volatilité », permettant de prendre très rapidement le relais de l'enhanced collar.

Dans l'hypothèse d'un delta action de 35% et d'un portefeuille de 500 M€ investi en obligations convertibles, l'exposition actions équivalente est de 175 M€. Le véhicule proposé par Lyxor est le suivant :

Fonds Contractuel (50 ME d'encours) **Lyxor Hedge Optimiser**



Sources : Bloomberg et Ingénierie SG, du 2 Janv 01 au 26 aout 2011

*Historiquement, la sensibilité de la stratégie Smart Carry à une baisse de l'EuroStoxx de -5% (par mois) est en moyenne de +20%. Ainsi pour couvrir des chocs baissiers de l'EuroStoxx, un nominal d'exposition à la stratégie 4 à 5 fois inférieur au nominal d'indice est optimal.

La CARMF aurait la main sur le déclenchement ou non de tout ou partie de la stratégie de protection qui peut se situer dans un fonds contractuel spécialisé, lui-même logé dans un fonds contractuel réceptacle intégrant les fonds dédiés d'obligations convertibles.

Point sur la réglementation :

L'article R623-4 au sein du décret du 25 octobre 2002 mentionne que les sections professionnelles peuvent recourir aux instruments financiers à terme dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement.
Ces conditions devaient être fixées par arrêté ministériel, qui n'est pas paru.

Quand bien même ces opérations de couverture du risque d'exposition des obligations convertibles aux actions et au crédit pourraient être effectuées directement à la CARMF, la gestion des flux (appels de marge, primes, déposits) s'avèrerait fastidieuse et il semble préférable de loger ces opérations dans un FCP dédié.

Solutions :

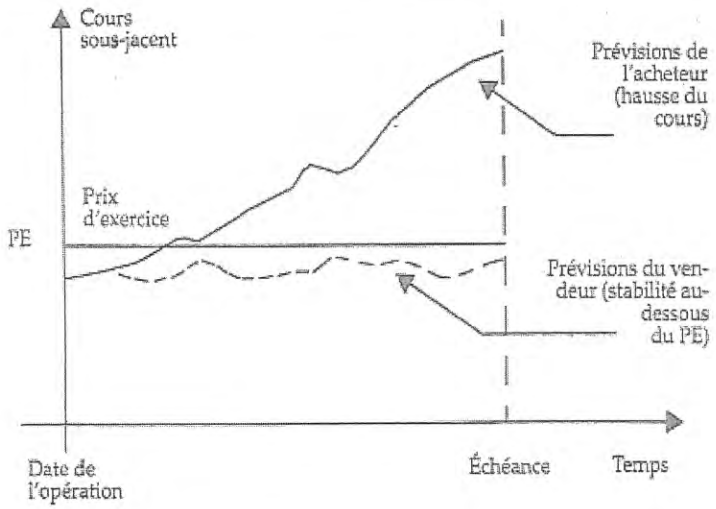
La première est d'intervenir dans la gestion des FCP en modifiant selon les conditions de marché l'indice de référence ce qui correspondrait à une réduction ou une augmentation de l'exposition aux actions (le delta des obligations convertibles).
Le problème soulevé est la lourdeur de la démarche et le coût des arbitrages au sein des gestions. Utiliser les instruments financiers à terme permet d'accéder à une forte liquidité à moindre coût et à risque faible puisqu'il s'agit de marchés organisés et liquides avec chambre de compensation où il ne peut y avoir de défaillance des utilisateurs (vente à terme, call et put).
Nous en revenons donc au schéma déjà existant sur la gestion des taux nominaux, à savoir, la création d'un fonds regroupant les gestions dédiées et la solution de couverture.

La réalisation exigera du temps mais il y aura réduction du nombre de lignes et lissage de l'évolution de la valeur liquidative via, en règle générale, l'intégration du fonds contractuel spécialisé aux côtés des FCP dédiés d'obligations convertibles.

TABLEAU RÉCAPITULATIF SUR LES OPTIONS

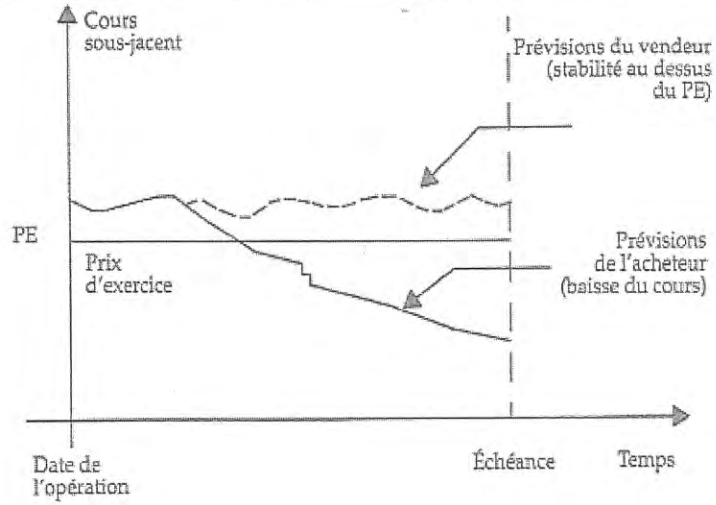
OPTION = DROIT (qui peut être exercé ou pas)

Option d'achat (*call*) = Droit d'acheter	Option de vente (*put*) = Droit de vendre
Achat option d'achat = Achat droit d'acheter	Achat option de vente = Achat droit de vendre
Vente option d'achat = Vente droit d'acheter = Obligation de vendre **si exercice de l'option**	Vente option de vente = Vente droit de vendre = Obligation d'acheter **si exercice de l'option**



Option d'achat

- *Si cours > prix d'exercice (PE) :*
  - l'acheteur revend [1] ou exerce son option,
  - le vendeur doit *vendre* au prix d'exercice.
- *Si cours ≤ prix d'exercice :*
  - l'acheteur abandonne l'option ou tente de la revendre [1],
  - le vendeur n'a aucune obligation.



Option de vente

- *Si cours > prix d'exercice (PE) :*
  - l'acheteur abandonne l'option ou tente de la revendre [1],
  - le vendeur n'a aucune obligation.
- *Si cours ≤ prix d'exercice :*
  - l'acheteur revend [1] ou exerce son option,
  - le vendeur doit *acheter* au prix d'exercice.

Dans tous les cas, le vendeur perçoit la prime (et la conserve).

(1) La revente de l'option doit avoir lieu avant l'échéance ; l'exercice peut avoir lieu avant ou à l'échéance.

SOLUTIONS DE COUVERTURE DU PORTEFEUILLE DE CONVERTIBLES

Sociétés de Gestion	Frais de gestion	Stratégies	Commentaires
LYXOR ASSET MANAGEMENT	**Fonds contractuel de 50 M€. Frais de gestion : 0,25% par an (125 K€) ou solution intégrée directement dans un fonds de fonds : 0,05% sur 450 M€ (225 K€).**	Utilisation de deux stratégies différentes ; Enhanced Collar et Smart Carry Vol Index. Un levier permet une exposition sur la stratégie Enhanced Collar pour 150 M€ et 25 M€ sur Smart Carry soit globalement 175 M€ (=500 M€ d'OC avec un delta de 35). **Enhanced Collar** : Achat d'une série de Put 1 an à 90% (mensuel) et ventes, chaque jour, de Calls de maturités courtes (2 semaines) strike 102% (optimisation des coûts permettant également de conserver une partie de la performance en cas de hausse). **Smart Carry Vol Index** : Achat, tous les jours, de volatilité avec départ différé (date de départ et maturité optimisées selon le coût de portage et la pente de volatilité) et vente quotidienne de volatilité réalisée à départ immédiat (basculement mensuel et maturité optimisée). Le nominal de la position "vendeuse" reste nettement inférieur (<25%) afin de rester long de volatilité.	Le coût du levier étant intégré dans les 0,25% de frais de gestion. Processus de leverage/deleverage aux stratégies par palier de 20% Protection à la baisse via l'achat de put à horizon 1 an en conservant une partie de la performance en cas de marchés haussiers via la ventes de calls courtes maturités. Il s'agit de la volatilité du marché américain (S&P : Vix). Cette stratégie à pour objectif de fortement réagir lors de pic de volatilité sans concéder trop de performance lors de retour à des conditions normales de marché, grâce à la position short.
BARCLAYS CAPITAL	**"Protection Convertibles Absolue" ; fonds contractuel de 50 M€ minimum géré par Amundi. Frais de gestion : 0,30% par an (150 K€).**	Combinaison de deux stratégies Barclays afin de minimiser le coût de la couverture lors de marchés stables ou haussiers et de rester protecteur lors de marchés adverses. Signal quantitatif basé sur l'observation quotidienne de la volatilité réalisée et implicite sur les 20 derniers jours. **Voltaire :** stratégie permettant de bénéficier de l'écart entre la volatilité implicite à 1 mois et la volatilité réalisée sur l'Eurostoxx 50 ou le S&P 500 en fonction de l'opportunité (coût de la stratégie ; 0,35% par prise de position). **Futures de volatilité** : Exposition longue sur de la volatilité à moyen terme ou à court terme en fonction du régime de volatilité (coût : 1% par an).	Stratégie à fréquence mensuelle ; si Vi>Vr alors le fonds alloue 33% sur la stratégie Voltaire, sinon rien. Stratégie à fréquence quotidienne ; l'allocation varie entre 33% sur de la volatilité à moyen terme jusqu'à 66% sur de la volatilité court terme.
NEXAR CAPITAL GROUP	**Nexar Short Bias - Proposition de fonds contractuel de 60 M€, investis dans un swap de performance avec un levier de 3 afin d'avoir une exposition au fonds short bias de 180 M€.** **Frais de gestion : 0,20% de 60 M€ (120 K€) + 10% de partage de performance sur le fonds (hors frais de dépositaire, valorisateur et CAC).**	**Fonds ayant une exposition structurellement vendeuse du marché actions** : L'objectif de ce fonds est de délivrer une performance positive lorsque les marchés sont baissiers ou stables (perf. mensuelle entre -3% et +3%) sans concéder trop de performance lors de tendances haussières. Utilisation de stratégies liquides via options et futures sur S&P et Eurostoxx 50. Outils internes quantitatif de gestion dynamique des risques. En tendance, le fonds est long d'options de vente sur indices et vendeur d'options d'achat, sur des options courtes (< 3 mois). **Mécanisme :** Les appels de marges peuvent être consommateurs de cash, à la fin de chaque mois le fonds doit disposer d'au minimum 25 M€ de liquidités et 30 M€ à la fin de chaque année. Dans le cas contraire la CARMF doit compenser ce manque (vente de parts de fonds ou apport de cash).	Le fonds existe depuis 01/2007.
AVIVA INVESTORS	**Fonds de fonds dédiés avec couverture de 50M€.**	Identification du timing de mise en place des couvertures en fonction de 2 types d'indicateurs : le niveau de volatilité et le niveau du marché des convertibles. Mécanisme de "vol cap" (plafonner la volatilité) avec une gestion de momentum du marché en comparant le niveau spot du marché avec celui de 4 moyennes mobiles (sur l'indice de référence) de durée différentes. Cette approche permet de fixer 5 niveaux possibles de vol cap à appliquer au portefeuille.	Tarification ; 0,07% pour 500 M€ (fonds dédiés 450 M€ + 50 M€ d'overlay) = **350 K€**. Modèle mis en place pour la gestion des couvertures actions de la compagnie.

AMUNDI	**Fonds de fonds dédiés avec couverture de 50M€.**	L'équipe Overlay s'occupe de créer de la valeur autour d'un delta stratégique (CARMF), via des futures et options listées (avec un effet de levier limité à 3).	Tarification ; 0,075% pour 500 M€ (fonds dédiés 450 M€ + 50 M€ d'overlay) = **375 K€.**
BNP PARIBAS	**Fonds de fonds dédiés avec couverture de 50M€.**	Gestion discrétionnaire des différentes expositions aux risques (actions, crédit et taux). Ainsi la sensibilité actions du portefeuille de convertibles est pilotée par le biais de contrats Futures sur Euro Stoxx 50 (15 M€), la sensibilité "crédit" via le fonds Vol Edge (acheteur de volatilité) (15M€) et la sensibilité taux via des Futures sur contrats Bobl (20 M€). A noter que la couverture "actions" et "crédit" permet de couvrir le portefeuille CARMF à hauteur de 50% de ses expositions.	Tarification dégressive ; 0,06% jusqu'à 250 M€ puis 0,04% jusqu'à 500 M€ et 0,03% au-delà. Soit 0,048% pour 500 M€ + 50 M€ en overlay (**250 K€**).

Objectifs : réduire l'impact des marchés baissiers (notamment lors de pics de volatilité)

réduire la perte maximale du portefeuille

réduire la volatilité du portefeuille

garder une participation aussi élevée que possible aux marchés haussiers

limiter le coût du portage lié à la stratégie de couverture.

Sociétés de Gestion	Frais de gestion
PROPOSITIONS TARIFAIRES DU FONDS DE FONDS D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES	
LYXOR ASSET MANAGEMENT	0,05% par an sur 450 M€ (225 K€) : proposition liée à la solution de couverture LYXOR, directement implémentée dans le fonds de fonds via swap de performance.
BNP PARIBAS	Tarification dégressive ; 0,06% jusqu'à 250 M€ puis 0,04% jusqu'à 500 M€ et 0,03% au-delà. Soit 0,048% pour 450 M€ + 50 M€ en overlay "BNP" (250 K€).
AVIVA INVESTORS	0,07% par an pour 500 M€ (fonds dédiés 450 M€ + 50 M€ d'overlay "Aviva") = 350 K€.
ROTHSCHILD & Cie GESTION	0,07% TTC jusqu'à 125 M€ et 0,05% TTC au-delà (275 K€ pour 500 M€ + honoraires du Commissaire aux Comptes) + frais du fonds de couverture
AMUNDI	0,075% TTC par an (375 K€ pour 500 M€) + frais du fonds de couverture (nécessité de garder un minimum de 10 M€ de solution "Amundi" si une autre société de gestion est retenue).
LA FRANCAISE AM	0,06% TTC par an + frais du fonds de couverture.
EDRIM	0,07% TTC par an ou 0,10 % TTC avec un reporting consolidé (350 K€ ou 500 K€) + frais du fonds de couverture.

Estimation des frais du fonds de couverture : 130 K€.

Annexe 8 : Les obligations convertibles

[1] 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.

[2] Lorsque l'action sous-jacente et l'émetteur de l'obligation sont deux personnes morales distinctes, l'obligation convertible est dite « *synthétique* ».

[3] 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.

[4] 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).

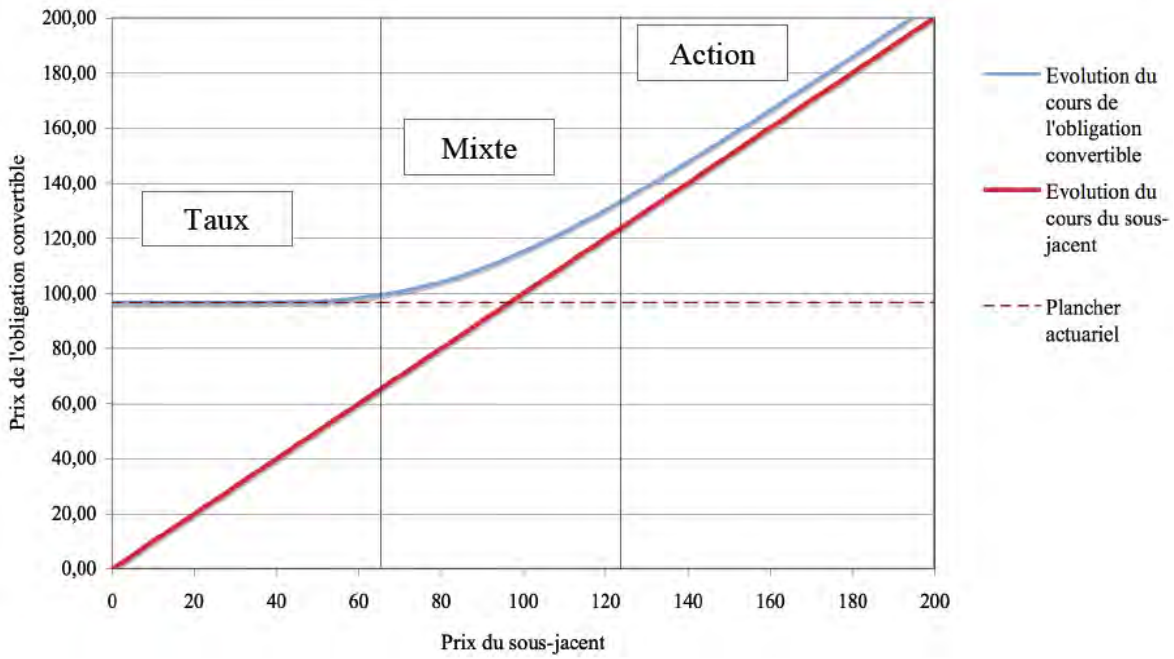
[5] En fonction de la valeur de l'action sous-jacente, on distingue trois types de comportements pour l'obligation convertible :

- 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).

[6] 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 convexité[53], illustrée sur la figure suivante :

[53] 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.

Schéma 5 : 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.

[7] 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'obligation[54]. Le débat quant à la nature de l'option n'est pas qu'académique :

- si l'option est européenne (thèse soutenue par INGERSOLL[55]), 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 SCHWARTZ[56]), 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.

[8] 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*[57] ».

[54] 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.
[55] Jonathan E. INGERSOLL Jr., *An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities*, The Journal of Finance, mai 1977.
[56] Michael J. BRENNAN et Eduardo S. SCHWARTZ, *Convertible Bonds: Valuation and Optimal Stratégies for Call and Conversion*, The journal of Finance, Décembre 1977.
[57] Prospectus du fonds dédié ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO.

[9] 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 existait[58.]

[10] 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.

[11] 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.

[58] 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 9 : Analyse des fonds dédiés actions

[1] La mission a analysé de manière exhaustive les fonds dédiés actions détenus par la caisse au 31 décembre 2011. Les citations proviennent, sauf indication contraire, des prospectus des fonds concernés.

Code ISIN	Désignation du titre	Nb de titres	Nom de l'émetteur de la contrepartie	Valeur brute	Valeur nette	Valeur de réalisation	PMVL	OPCVM	NATURE	Devise
FR0000986176	ACTIONS FCE PETITES VAL VM	29 876	Craigston Finance	52 044 519	30 449 022	30 449 022	-21 595 497	Dédié	8	EUR
FR0007011903	ACTIONS EURO CA-MF	3 486	Amundi	34 832 901	31 072 322	31 072 322	-3 760 579	Dédié	8	EUR
FR0007063953	CG ACTIONS EUROPE	82 170	Comgest Sa	86 124 536	86 124 536	103 281 938	17 157 402	Dédié	8	EUR
FR0007063987	LAZARD ACTIONS EURO	65 767	LAZARD FRERES GESTION	69 159 973	68 525 268	68 525 268	-634 705	Dédié	8	EUR
FR0007064126	SGAM ACTIONS ETATS-UNIS	42 926	Amundi	41 642 216	41 642 216	46 904 880	5 262 664	Dédié	8	EUR
FR0007070180	ACTIONS USA BNP PAM	42 750	Bnp Paribas Asset Management	35 622 332	35 622 332	42 454 598	6 832 266	Dédié	8	EUR
FR0010069302	ACTIONS JAPON INVEST	386 070	Comgest Sa	41 434 104	36 001 028	36 001 028	-5 433 076	Dédié	8	EUR
FR0010091561	CG ACTIONS ASIE HORS JAPON	41 211	Comgest Sa	69 745 536	69 745 536	79 024 977	9 279 441	Dédié	8	EUR
FR0010278176	BFT ALTINVEST	27 157	BFT Gestion SA	27 157 121	27 157 121	28 135 864	978 743	Dédié	8	EUR
FR0010344994	R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIV.	3 265 666	Rothschild Et Cie Gestion	333 185 468	317 259 452	317 259 452	-15 926 016	Dédié	8	EUR
FR0010404350	R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS	1 912 146	Rothschild Et Cie Gestion	208 402 251	189 321 575	189 321 575	-19 080 676	Dédié	8	EUR
FR0010612911	R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES	733 838	Rothschild Et Cie Gestion	65 158 609	43 046 937	43 046 937	-22 111 672	Dédié	8	EUR
FR0010771063	ODDO EUROPE VALEURS MOYENNES	63 000	Oddo Asset Management	77 616 988	77 616 988	87 497 550	9 880 562	Dédié	8	EUR
FR0010786475	R-MF LONG SHORT	845 714	Rothschild Et Cie Gestion	86 584 481	85 383 285	85 383 285	-1 201 196	Dédié	8	EUR
FR0010926196	R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM	603 500	Rothschild Et Cie Gestion	60 083 790	57 151 450	57 151 450	-2 932 340	Dédié	8	EUR

1. ACTIONS USA BNP PAM (FR0007070180)

1.1. Description :

[2] Le FCP ACTIONS USA BNP PAM est un FCP constitué en France classifié « actions internationales » et a été créé le 20/03/02. Il est géré par la société BNP PARISBAS ASSET MANAGEMENT et conservé par la société BNP PARISBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 35,6 M€ (valeur de réalisation 42,5M€). Il s'agit d'un fonds dédié à la CARMF.

1.2. Objectifs :

[3] Le FCP a pour objectif, sur un horizon d'investissement de cinq ans, de surperformer l'indicateur de référence « Standard & Poor's 500 », dividendes nets réinvestis.

1.3. Stratégie :

[4] Les titres sont choisis parmi un univers de plus de 500 grandes sociétés américaines selon une méthode analytique qui *« garantit que les choix d'investissement définitifs restent du ressort des spécialistes du marché américain, dont le jugement est plus adaptable que celui d'un modèle, aussi sophistiqué soit-il »*.

1.4. Composition de l'actif :

[5] L'actif est investi à hauteur de 90 % au moins sur les titres de grandes sociétés américaines de tout secteur et de toute capitalisation. A titre accessoire, il pourra investir en instruments du marché monétaire ou en titres de créances négociables. Pour les besoins de sa trésorerie ou d'un type de gestion, il pourra investir jusqu'à 10 % de son actif en actions ou parts d'OPCVM éligibles.

[6] Dans cette limite, l'OPCVM peut également investir dans les OPCVM et fonds d'investissement suivants : OPCVM ou fonds d'investissement français ou étrangers investissant plus de 10 % de leur actif en parts ou actions d'autres OPCVM ou fonds d'investissement, OPCVM non conformes à la directive : Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR), Fonds Communs d'Intervention sur les Marchés à Terme (FCIMT), OPCVM nourriciers. Les OPCVM ou fonds d'investissement mentionnés ci-dessus peuvent être gérés par BNP Paribas Asset Management ou des sociétés qui lui sont liées.

Réponse de l'organisme : *Le fonds dédié Actions USA BNPPAM est un fonds dédié classique sur les actions principalement cotées aux Etats-Unis d'Amérique n'ayant pas recours en réalité aux FCIMT mentionnés uniquement dans le prospectus.*

Observation de la mission : *La mission constate que le prospectus ne peut autoriser un recours aux FCIMT que parce que la caisse n'est pas opposée à un tel recours. Dans le cas contraire, il lui appartient de mettre à jour le prospectus.*

[7] Le fonds peut intervenir sur les marchés à terme réglementés ou de gré à gré, français et/ou étrangers, autorisés par l'arrêté du 6 septembre 1989 et les textes le modifiant (pour les contrats d'instruments financiers uniquement). Sur ces marchés, le gérant pourra investir sur les instruments dérivés suivants :

- contrats à terme sur indices d'actions : en couverture et/ou en exposition au risque actions,
- contrats à terme de change : en couverture et/ou en exposition au risque de change, en raison de l'investissement de l'OPCVM sur le marché américain.

[8] La limite d'engagement sur l'ensemble de ces marchés est de 100 % de l'actif net de l'OPCVM.

1.5. Frais de gestion

[9] Souscription : 4 %.

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[10] Fonctionnement, gestion : 0,5 %.

2. CG ACTIONS EUROPE (FR0007063953)

2.1. Description

[11] Le FCP CG ACTIONS EUROPE est un FCP de droit français classifié « actions internationales » et a été créé le 03/10/01. Il est géré par la société COMGEST SA et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 86,1 M€ (valeur de réalisation 103,3M€).

2.2. Objectif

[12] L'objectif de la gestion du Fonds est de *« rechercher une performance sans référence à un indice, dans une optique long terme au travers d'une sélection de titres basée sur des critères liés à l'entreprise et non aux marchés boursiers internationaux (stock picking) »*. Il est exposé à hauteur de 90 % au moins sur les marchés boursiers des actions européennes.

[13] La politique de gestion est par nature extrêmement souple, dépendant de son appréciation des marchés internationaux (pas d'indice de référence).

2.3. Stratégie

[14] La technique du "stock picking" se base sur une sélection d'investissements en fonction uniquement de caractères liés à l'entreprise et non aux marchés boursiers internationaux. Les investissements se font dans un nombre limité de sociétés de croissance et de qualité (analyse qualitative par le gérant).

[15] Le gérant sélectionne donc les valeurs de façon discrétionnaire sans contrainte de répartitions de secteurs et capitalistique (grandes, moyennes, petites).

2.4. Composition

[16] Le FCP est à tout moment exposé à hauteur de 90 % au moins sur les marchés des actions européennes.

[17] Le FCP pourra être exposé à hauteur de 10 % en titres de créance négociable, dans un but de placement de la trésorerie.

[18] Le FCP pourra investir dans la limite de 10 % de son actif dans des :

- OPCVM européens dont français conformes à la directive : OPCVM pouvant investir jusqu'à 10 % de leur actif en OPCVM ou fonds d'investissement

- OPCVM non conformes à la directive : Organismes de placement collectif de droit français ou étranger ou fonds d'investissement de droit étranger répondant aux critères d'éligibilité fixés par l'article R. 214-13 du Code Monétaire et Financier

[19] Les investissements en OPCVM peuvent s'effectuer au travers d'OPCVM monétaires pour des placements court terme de trésorerie dans la limite de 5 % et / ou en OPCVM dont l'objectif de gestion permet une diversification sur les marchés internationaux, dans la limite de 5 % supplémentaires.

[20] Des opérations sur marchés dérivés (change à terme par le biais de ventes à terme de devises à 3 mois) seront effectuées dans une optique de couverture du risque de change.

[21] Titres intégrant des dérivés : Le FCP n'a pas vocation à acquérir directement des titres intégrant des dérivés. Il peut cependant être amené à en détenir temporairement à la suite d'opérations d'attribution. Le FCP n'a pas vocation à les conserver.

2.5. Frais

[22] Frais d'entrée et de sortie 5 % (valeur liquidative*nb de parts)

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5% était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[23] Frais de fonctionnement et de gestion : 0,75 % de l'actif net

[24] Commissions de mouvement : 0,20 % du montant brut de la transaction

2.6. Inventaire 2011

[25] La mission note que le FCP comprend à son inventaire les produits suivants :

- IE00B4ZJ4188 COMG GROWTH GREAT EU : Les investissements en Russie, en Turquie, au Liban, en Israël, en Égypte, en Tunisie et au Maroc ne devraient normalement pas dépasser globalement 20 % de l'actif net du Compartiment ;
- Comgest Growth Mid-Caps Europe : investissements en Europe hors zone euro à 7,13 % et Pays développés d'Asie à 3,32 %.

Réponse de l'organisme : *Au 30 décembre 2011, CG Actions Europe investi à hauteur de 0,84 % en Comgest Growth Greater Europe Opportunities et à hauteur de 1,58 % en Comgest Growth MidCap Europe.*
Comgest Growth Greater Europe Opportunities détenait à cette date 6,15 % de titres russes libellés en US Dollar cotés en Allemagne (GDR) ou aux USA (ADR) ainsi que 0,99 % de la société L'Occitane, cotée en HK Dollar à Hong Kong mais dont le siège social est à Luxembourg. Il n'y a pas d'investissement en Turquie, ni au Maroc, Liban, Israël, Egypte et Tunisie. Ces positions (sociétés russes et société L'Occitane) représentaient 0,06 % de l'encours total du fonds dédié CG Actions Europe.
Comgest Growth Mid Cap Europe détenait quant à lui 1,84 % de L'Occitane, société cotée en HK Dollar à Hong Kong mais dont le siège social est à Luxembourg. Cette position représentait 0,03 % de l'encours total du fonds dédié CG Actions Europe. Il n'y a pas d'autre valeur asiatique dans ce portefeuille.
Il n'est pas étonnant que ce fonds détienne des valeurs Europe hors zone Euro puisque qu'il s'agit d'un fonds à vocation européenne.

Observation de la mission : *Vu.*

3. ACTIONS JAPON INVEST (FR0010069302)

3.1. Description

[26] Le FCP ACTIONS JAPON INVEST est un FCP de droit français classifié « actions internationales » et a été créé le 28/04/04. Il est géré par la société COMGEST SA et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 36 M€ (valeur de réalisation 36M€ avec une moins value latente de 5,4 M€).

3.2. Objectif

[27] L'objectif de gestion du FCP consiste à sélectionner parmi les actions des sociétés japonaises, les titres qui représentent, aux yeux du gérant, le plus de potentiel d'appréciation à moyen terme afin de surperformer l'indice Topix (dividendes inclus).

3.3. Stratégie

[28] Le gestionnaire a défini une *« méthode de gestion centrée principalement sur l'investissement dans un nombre limité de sociétés de croissance et de qualité. Cette sélection repose sur une recherche fondamentale approfondie, réalisée en interne. Le gérant sélectionne donc les valeurs de façon discrétionnaire sans contrainte de répartition de secteurs ou de capitalisation »*.

3.4. Composition

[29] Les actions japonaises constituent la classe d'actifs principale du FCP. Le portefeuille du FCP est exposé en permanence à hauteur de 90 % minimum en actions.

[30] Le FCP peut détenir des titres de créances négociables étrangers, négociés sur un marché réglementé (Euro commercial paper) dans la limite de 10 % de l'actif dans un but de placement de la trésorerie.

[31] Les investissements en OPCVM peuvent s'effectuer au travers d'OPCVM monétaires pour des placements court terme de trésorerie dans la limite de 5 % et/ou en OPCVM dont l'objectif de gestion permet une diversification sur les marchés internationaux, dans la limite de 5 % supplémentaires.

[32] L'OPCVM peut intervenir sur les marchés financiers à terme réglementés, français et étrangers, dans la limite d'une fois l'actif. En particulier, le gérant peut prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille du risque de change. Il s'agit exclusivement d'une vente de devises à terme.

3.5. Frais

[33] Frais d'acquisition : 4 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[34] Frais de fonctionnement : 0,95 %.

Réponse de l'organisme : *Frais de fonctionnement maximum : 0,95 %. A titre d'information, les frais courants de l'exercice clos au 30 juin 2011 se sont élevés à 0,50 %.*

Observation de la mission : *Vu.*

[35] Pas de commission de surperformance.

4. R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM (FR0010926196)

4.1. Description

[36] Le FCP R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM est un fonds d'investissement contractuel[59] (FIC) en actions internationales et a été créé le 09/07/10. Il est géré par la société Rothschild & Cie Gestion et conservé par la société Rothschild & Cie Banque. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 57,2 M€ (valeur de réalisation 57,2M€ avec une moins value latente de 2,9 M€).

4.2. Objectif

[37] L'objectif de gestion du FIC R-MF Grandes Valeurs Long Terme est ***« la recherche de performance, en investissant*** *majoritairement directement ou indirectement sur les marchés actions, par la mise en œuvre d'une gestion reposant notamment sur la sélection d'instruments financiers fondée sur l'analyse financière des émetteurs »*.

[38] Ce FIC n'a pas d'indicateur de référence.

4.3. Stratégie

[39] En vue de réaliser l'objectif de gestion, le FIC investit en fonction de l'évolution des marchés selon l'allocation globale suivante :

- Entre 0 et 40 % de son actif net en produits de taux de signature d'Etat, privée, et de toute qualité de signature, (dont les obligations convertibles jusqu'à 40 % de l'actif net du FIC). La sensibilité de la poche taux sera comprise entre -1 et 9.
- Entre 60 et 100 % de son actif net en produits d'actions, de toute zone géographique et de toutes tailles de capitalisation boursière.
- Entre 0 et 40 % en OPCVM de produit de taux de toute classification,
- Entre 0 et 100 % en OPCVM de produit d'action de toute classification.

Réponse de l'organisme : *Ce FCP est un fonds actions internationales.*

Observation de la mission : *Vu.*

[40] Le fonds peut s'exposer à 100 % aux pays émergents et aux petites capitalisations.

[41] Produits dérivés en couverture ou en exposition, à hauteur maximale de 100 %.

[42] Le risque de change pour un résident de la zone euro peut atteindre 100 % de l'actif.

[59] Non soumis à l'agrément de l'Autorité des marchés financiers mais devant lui être déclaré (L. 214-35-2)

4.4. Composition de l'actif

[43] *« Outre les actifs évoqués ci-dessus, les titres* ***intégrant des dérivés sont utilisés*** *(Bons de souscriptions, warrants, BMTN et EMTN indexées ou structurées,…) en vue de réaliser l'objectif de gestion. L'exposition au marché actions du portefeuille, induite par l'utilisation des instruments financiers à terme et des titres intégrant des dérivés, ne dépassera pas 100 %. L'exposition au marché de taux du portefeuille, induite par l'utilisation des instruments financiers à terme et des titres intégrant des dérivés, permettra de maintenir la sensibilité du portefeuille dans une fourchette comprise entre -1 et 9. L'exposition au risque de change du portefeuille, induite par l'utilisation des instruments financiers à terme et des titres intégrant des dérivés, ne dépassera pas 100 %. »*

4.5. Frais

[44] **Pas de frais de souscription.**

[45] Frais de fonctionnement : 0,15 % de l'actif net

[46] Il existe également des frais sur les sous-jacents : 2 % maximum.

5. R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS (FR0010404350)

5.1. Description

[47] Le FCP R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS est un fonds d'investissement contractuel en actions internationales et a été créé le 03/11/06. Il est géré par la société Rothschild & Cie Gestion et conservé par la société Rothschild & Cie Banque. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à **189,3 M€** (valeur de réalisation 189,3M€ avec une moins value latente de **19 M€**).

5.2. Objectif

[48] R-MF Multi Actions Emergents a pour objectif de gestion d'obtenir une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence MSCI Emerging Market Free index, en investissant à plus de 90 % en parts ou actions d'OPCVM spécialisés sur le marché des actions, **sans prépondérance d'aucun pays**.

5.3. Stratégie

[49] Le FIC R-MF Multi Actions Emergents est investi, « *dans le cadre d'un processus de sélection rigoureux quantitatif et qualitatif* » par la société de en parts et/ou actions **d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés**, dont des trackers, spécialisés sur le marché des actions sans prépondérance d'aucun pays Le pourcentage minimum de détention de ces OPCVM est de 90 %.

[50] Le fonds peut s'exposer à 100 % aux pays émergents et aux petites capitalisations.

5.4. Composition des actifs

[51] Allocation stratégique : en vue de réaliser l'objectif de gestion, le FIC investit majoritairement en parts et/ou actions d'OPCVM, selon l'allocation globale suivante :

- Entre 90 et 100 % en OPCVM spécialisés sur le marché des actions;
- Entre 0 et 10 % en OPCVM ne relevant pas de cette spécialisation,
- Liquidités à titre accessoire.

[52] Le FIC peut intervenir sur les marchés réglementés, organisés ou de gré à gré.

Réponse de l'organisme : *Le FIC intervient sur les marchés réglementés, organisés.*

Observation de la mission : *La mission constate que le prospectus ne peut autoriser une intervention sur les marchés de gré à gré que parce que la caisse n'est pas opposée à une telle pratique. Dans le cas contraire, il lui appartient de mettre à jour le prospectus.*

[53] Le gérant interviendra sur le risque action et change à titre de couverture. Ces interventions seront effectuées en vue de réaliser l'objectif de gestion notamment dans le pilotage de son exposition au marché actions et de change. Pour ce faire, il couvre son portefeuille sur des instruments d'indices ou des actions. L'exposition directe et indirecte au marché actions du portefeuille, y compris l'exposition induite par l'utilisation des instruments financiers à terme, ne dépassera pas 100 %.

[54] **En particulier le gérant peut intervenir sur le marché des futures sur indices et options sur actions ou indices, swaps de change et de devise.**

[55] **Jusqu'à 10 % de dépôts et d'emprunts.**

5.5. Frais

[56] Frais de souscription : 4 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[57] Frais de fonctionnement et de gestion : 0,25 %

[58] Frais de gestion indirecte des sous-jacents à hauteur de 4 % maximum.

5.6. Inventaire 2011

[59] L'OPCVM investit dans des OPCVM détenant des titres hors OCDE :

- Amundi actions Emergents : Brésil, Chine
- EURO BARING EASTERN qui détient des actions en Russie
- BARING HONG KONG CHINA qui détient des actions en Chine et à Hong Kong.
- Amundi Funds Equity Latin America qui détient des actions en Amérique du Sud hors OCDE (Brésil, etc.)
- East Capital Östeuropa qui détient des actions en Russie, dans les anciens pays du bloc soviétique, etc.
- Uni-Global Minimum Variance Emerging Markets B2 : Asie, Amérique latine…

Réponse de l'organisme : *Ce fonds de fonds n'est composé que de fonds ouverts autorisés par la réglementation applicable à la CARMF c'est à dire des fonds de droit français et des fonds européens coordonnés.*

Observation de la mission : *La réponse de la caisse ne contredit en rien les constats de la mission.*

6. R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIV. (FR0010344994)

6.1. Description

[60] Le FCP R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIV est un FCP créé le 04/08/06. Il est géré par la société Rothschild & Cie Gestion et conservé par la société Rothschild & Cie Banque. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à **317,3 M€** (valeur de réalisation 317,3 M€ avec une moins value latente de 15 M€).

6.2. Objectif

[61] R-MF Multi Actions Europe Diversifié a pour objectif de gestion, sur la durée des placements recommandée, d'obtenir une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence STOXX 600, en investissant à plus de 90 % en parts ou actions d'OPCVM diversifiés (dont la gestion est totalement discrétionnaire et le cas échéant de type profilée) et/ou monétaires et/ou spécialisés sur le marché des actions, sans prépondérance d'aucun pays (dont éventuellement les OPCVM actions spécialisés sur un ou plusieurs pays de la communauté européenne au sens large).

Réponse de l'organisme : *« Sans prépondérance d'aucun pays » voir 6.3. Stratégie [62] « Le FCP est investi …en parts et/ou actions d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés dont…spécialisés sur le marché des actions d'un ou plusieurs pays européens ».*

Observation de la mission : *La caisse ne contredit en rien le constat de la mission.*

6.3. Stratégie

[62] *« Le FCP R-MF Multi Actions Europe Diversifié est investi, dans le cadre d'un processus de sélection rigoureux quantitatif et qualitatif par la société de gestion en parts et/ou actions d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés, dont des trackers, diversifiés (dont la gestion est totalement discrétionnaire et le cas échéant de type profilée) et/ou monétaires et/ou spécialisés sur le marché des actions d'un ou plusieurs pays européens ».* Le pourcentage minimum de détention de ces OPCVM est de 90 %, justifiant ainsi la classification « Diversifié » du FCP.

[63] Allocation stratégique : en vue de réaliser l'objectif de gestion, le FCP investit majoritairement en parts et/ou actions d'OPCVM, selon l'allocation globale suivante :

- Entre 0 et 100 % en OPCVM actions ;
- Entre 0 et 100 % en OPCVM diversifiés et/ou monétaires ;
- Entre 0 et 10 % en OPCVM ne relevant pas de ces spécialisations ;
- Liquidités à titre accessoire.

6.4. Composition de l'actif

[64] Allocation stratégique : en vue de réaliser l'objectif de gestion, le FCP investit majoritairement en parts et/ou actions d'OPCVM, selon l'allocation globale suivante :

- Entre 0 et 100 % en OPCVM actions (dont des parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive) ;
- Entre 0 et 100 % en OPCVM diversifiés et/ou monétaires ;
- Entre 0 et 10 % en OPCVM ne relevant pas de ces spécialisations ;
- Liquidités à titre accessoire.

Réponse de l'organisme : *« Entre 0 et 100 % en OPCVM actions (dont des parts d'OPCVM de droit étranger non conforme à la directive) ». La CARMF détient uniquement des fonds de droit français ou coordonnés de droit européen autorisés par la réglementation applicable à la CARMF. La CARMF ne possède pas de parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive.*

Observation de la mission : *La mission constate, **sans être contredite par la caisse**, qu'elle peut détenir de tels instruments au travers de la détention d'OPCVM de droit français ou d'OPC européens coordonnés.*

[65] Le FCP peut intervenir sur les marchés réglementés, organisés ou de gré à gré.

[66] Le gérant interviendra sur le risque action et change à titre de couverture et en exposition (qui ne dépassera pas 100 %).

[67] En particulier le gérant peut intervenir sur le marché des futures sur indices et options sur actions ou indices, swaps de change et de devise.

[68] Le prospectus fait état d'un risque de change pour le résident d'un pays de la zone euro, ce risque pouvant atteindre 100 % de l'actif.

[69] Le prospectus autorise les dépôt et emprunts d'espèces dans la limite respective de 20 % et 10 % de l'actif net.

6.5. Frais

[70] Frais de souscription : 4 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[71] Frais de fonctionnement et de gestion : 0,25 %

[72] Frais de gestion indirecte des sous-jacents à hauteur de 4 % maximum.

6.6. Inventaire 2011

[73] L'OPCVM investit dans des OPCVM détenant des titres hors OCDE : Carmignac Euro-Patrimoine A est investi en Afrique à hauteur de 3,65 %.

Réponse de l'organisme : *Le fonds Carmignac Euro Patrimoine est un fonds de droit français (éligible au PEA) admis par la réglementation.*

Observation de la mission : *La mission n'indique pas que ce fonds serait de droit étranger.*

7. CG ACTIONS ASIE HORS JAPON (FR0010091561)

7.1. Description

[74] Le FCP CG ACTIONS ASIE HORS JAPON est un FCP créé le 28/07/04. Il est géré par la société COMGEST SA et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 69,7M€ (valeur de réalisation 79M€).

7.2. Objectif

[75] L'objectif de la gestion du FCP est de rechercher la performance absolue sans référence à un indice, dans une optique de moyen/long terme au travers de la sélection de titres "stock picking".

7.3. Stratégie

[76] Le fonds est en permanence investi à hauteur de 80 % minimum en titres orientés sur les marchés boursiers réglementés de la zone Asie-Pacifique hors Japon.

7.4. Composition de l'actif

[77] Le FCP sera en permanence investi et/ou exposé à hauteur de 80 % minimum en titres orientés sur les marchés boursiers réglementés de la zone Asie-Pacifique hors Japon.

[78] Le FCP peut investir jusqu'à 10 % de son actif en parts ou actions d'OPCVM français ou étrangers coordonnés ou régis par l'article 13 du décret n° 89-623. Dans cette limite, il peut détenir des OPCVM gérés par le prestataire ou une société liée. Leur utilisation sera limitée à la gestion des liquidités dans la limite maximale de 5 % de l'actif net du FCP, ainsi qu'à une diversification de niche dans la limite supplémentaire de 5 %.

[79] A titre complémentaire, le gérant peut intervenir sur les dérivés intégrés.

[80] Le gérant pourra intervenir sur le risque actions. Les opérations auront un objectif de couverture et d'exposition. L'ensemble de ces opérations étant limité à la réalisation de l'objectif de gestion. L'utilisation des dérivés intégrés sera limitée à certains marchés boursiers, difficile d'accès pour les investisseurs étrangers. Le FCP pourra investir au travers d'EMTN, émis « par des émetteurs de premier ordre », le titre sous-jacent étant coté sur ledit marché (exemple : marché indien).

[81] Le FCP pourra réaliser des dépôts dans la limite de 20 % de son actif. A titre accessoire, le FCP pourra détenir des liquidités.

7.5. Frais

[82] Frais de souscription : 4 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[83] Frais de fonctionnement et de gestion : 1,05 %

7.6. Inventaire 2011

[84] Le FCP détient de nombreux titres investis dans des pays hors OCDE, dont par exemple China life insurance.

Réponse de l'organisme : *Ce fonds dédié est un fonds de droit français libellé en Euro.*

Observation de la mission : *La mission constate, **sans être contredite par la caisse**, que le fonds investit dans des pays hors OCDE.*

[85] La mission constate au regard de l'inventaire, que ce fonds expose la CARMF au risque de change sur les devises suivantes :

- Roupie indonésienne ;
- Won sud coréen ;
- Ringgit de Malaisie ;
- Dollar de Taiwan ;
- Yuan.

8. R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES (FR0010612911)

8.1. Description

[86] Le FIC R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES est un FIC créé le 11/04/08. Il est géré par la société Rothschild & Cie Gestion et conservé par la société Rothschild & Cie Banque. Sa valeur de réalisation s'élevait fin 2011 à 43 M€ avec une moins value latente de 22,1 M€.

8.2. Objectif

[87] L'objectif de ce fonds est la recherche de performance, en investissant à plus de 90 % en parts ou actions d'OPCVM spécialisés sur le marché des actions ou des matières premières, sans prépondérance d'aucun pays.

8.3. Stratégie

[88] *« Le processus de sélection par la société de gestion est rigoureux (quantitatif et qualitatif), en parts et/ou actions d'OPCVM de droit français ou étranger, dont des trackers, spécialisés sur le marché des actions ou des matières premières sans prépondérance d'aucun pays »*. Le pourcentage minimum de détention de ces OPCVM est de 90 %.

[89] Le fonds peut être exposé de façon directe et indirecte aux pays émergents jusqu'à 100 % de son actif. De même il pourra être exposé de façon directe et indirecte aux risques lié aux petites capitalisations jusqu'à 100 % de l'actif.

8.4. Composition de l'actif

[90] Le FCP s'autorise la détention des instruments suivants :

- Actions : 0-10 % de l'actif net
- Le FCP investira sur un ou plusieurs marchés des actions, émises dans tout pays, appartenant à tous les secteurs industriels et de toutes tailles de capitalisation boursière émises dans un ou plusieurs pays. La répartition géographique et/ou sectorielle des émetteurs n'est pas déterminée à l'avance et s'effectuera en fonction des opportunités de marchés.
- Titres de créance, instruments du marché monétaire et Obligations : 0-10 % de l'actif net. Investissement dans des obligations, des titres de créances négociables à taux fixe, variable ou révisable, de titres participatifs, d'obligations indexées, d'obligations de qualité équivalente à « BBB- », d'obligations convertibles. La répartition dette privée/publique n'est pas déterminée à l'avance et s'effectuera en fonction des opportunités de marchés. En cas d'absence de notation de l'émission et de l'émetteur, la société de gestion se réserve le droit d'attribuer en interne un rating aux obligations non notées.
- La détention d'actions ou parts d'autres OPCVM ou fonds d'investissement : 90 %-100 % de l'actif net. Le FIC pourra notamment détenir des parts ou actions d'OPCVM de droit étranger non conformes à la directive,...

- Les titres intégrant des dérivés sont utilisés (Bons de souscriptions, warrants, BMTN et EMTN indexées ou structurées,…) en vue de réaliser l'objectif de gestion. Leur utilisation n'aura pas pour conséquence un effet de surexposition.

Réponse de l'organisme : *Le FIC ne détient pas de parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive.*

Observation de la mission : *La mission constate que le prospectus ne peut autoriser de tels investissements que parce que la caisse n'est pas opposée à une telle pratique. Dans le cas contraire, il lui appartient de mettre à jour le prospectus*

8.5. Frais

[91] Frais de souscription : 4 %.

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[92] Frais de fonctionnement et de gestion : 0,25 %.

[93] Frais de gestion indirecte des sous-jacents à hauteur de 4 % maximum.

8.6. Inventaire 2011

[94] L'OPCVM investit dans des OPCVM détenant des titres hors OCDE :

- Carmignac Commodities : actions en Amérique latine hors Mexique (Pacific Rubiales Energy Corp).
- BGF World Mining Fund : investit dans des entreprises brésiliennes (Vale SA).

Réponse de l'organisme : *Cet OPCVM investit dans des OPCVM de droit français ou de droit étranger coordonné autorisés par la réglementation applicable à la CARMF.*

Observation de la mission : *La mission se borne à constater, **sans être contredite par la caisse**, que le fonds investit dans des titres hors OCDE.*

9. R-MF LONG SHORT (FR0010786475)

9.1. Description

[95] Le FIC R-MF LONG SHORT est un FIC créé le 24/07/09. Il est géré par la société Rothschild & Cie Gestion et conservé par la société Rothschild & Cie Banque. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 85,4 M€ (valeur de réalisation 85,4 M€ avec une moins value latente de 1,2 M€). Il s'agit d'un OPCVM de fonds alternatifs.

9.2. Objectif

[96] R-MF Long Short a pour objectif de gestion de battre l'indice HFRX Equity Hedge Index – HFRXEH, libellé en US dollar.

[97] *« Cet indice est construit par la société Hedge Fund Research, société spécialisée dans la collecte, l'agrégation et l'analyse d'informations du monde alternatif. La construction de cet indice utilise des techniques quantitatives et une analyse qualitative. Enfin, une étude à plusieurs niveaux, des simulations de Monte-Carlo et des techniques d'optimisation permettent de s'assurer que l'indice est une représentation cohérente de la stratégie Equity Hedge ».*

9.3. Stratégie

[98] Le FIC investit en fonction de l'évolution des marchés dans des OPCVM de produits de taux ou convertibles, ainsi qu'en OPCVM de produits d'actions, en OPCVM de gestion alternative et en actions de manière directe.

[99] L'allocation globale est la suivante :

- Entre 0 et 100 % en OPCVM de produit de taux de toutes qualités de signature,
- Entre 0 et 100 % en OPCVM de produit d'action,
- Entre 0 et 100 % en OPCVM de gestion alternative français, ou coordonnés, et dans des fonds d'investissement de droit étranger,
- Entre 0 et 40 % de l'actif du FCP en investissements directs sur un ou plusieurs marchés d'actions de toutes tailles de capitalisation boursière,
- Entre 0 et 10 % dans des actifs qui ne sont pas mentionnés ci-dessus.

Réponse de l'organisme : *Ce fonds de fonds Long Short détient certains fonds offshore au sens de la réglementation américaine, les non résidents ne peuvent investir dans des fonds de droit américain. Le terme « paradis fiscaux » est un jugement de valeur laissé à la libre appréciation des rédacteurs.*

Observation de la mission : *La mission ne mentionne pas l'expression « paradis fiscaux ».*

[100] Le fonds peut être exposé de façon directe aux pays émergents jusqu'à 20 % de son actif et de façon indirecte (i.e. via des OPCVM spécialisés sur les marchés émergents) jusqu'à 100 % de son actif. De même il pourra être exposé de façon indirecte aux risques liés aux petites capitalisations jusqu'à 100 % de son actif et de façon directe jusqu'à 40 % de son actif.

[101] Le risque de change pour un pays de la zone euro peut atteindre 100 %.

9.4. Composition de l'actif

[102] Le FCP s'autorise la détention des instruments et opérations suivants :

- Actions : 0-40 %. L'OPCVM investira sur un ou plusieurs marchés des actions, appartenant à tous les secteurs industriels et de toutes tailles de capitalisation boursière. La répartition géographique et/ou sectorielle des émetteurs n'est pas déterminée à l'avance et s'effectuera en fonction des opportunités de marchés.
- Titres de créance, instruments du marché monétaire et Obligations : 0-10 % de l'actif net avec des investissements dans des obligations, des titres de créances négociables, tels que notamment les billets de trésorerie, certificats de dépôts, et Euro Commercial Paper. La répartition dette privée / dette publique n'est pas déterminée par avance et s'effectuera en fonction des opportunités de marché.
- La détention d'actions ou parts d'autres OPCVM ou fonds d'investissement : 60-100 %. Dont 10 % maximum dans des OPCVM de droit étranger non conformes à la directive.
- L'OPCVM peut intervenir sur les marchés réglementés, organisés ou de gré à gré. Le gérant interviendra sur le risque action, de taux et de change (en couverture ou en exposition).

- Les titres intégrant des dérivés sont utilisés (Bons de souscriptions, warrants, BMTN et EMTN indexées ou structurées,…) sans que l'exposition ne dépasse 100 %.
- Des opérations de cession et d'acquisition temporaire de titres, jusqu'à 40 % de l'actif de l'OPCVM et/ou en des prises et des mises en pensions jusqu'à 40 % de l'actif de l'OPCVM.

9.5. Frais

[103] Pas de frais d'acquisition.

[104] Frais de fonctionnement et de gestion : 0,35 %.

[105] Frais de gestion des OPCVM sous-jacents : 4 % max.

9.6. Inventaire 2011

[106] Il est difficile pour la mission de se former une opinion sur la composition de l'actif des OPC non cotés. La mission a néanmoins noté que certains des fonds détenus indirectement par la caisse étaient domiciliés dans des paradis fiscaux :

- BMG0693F1014 AURUM ISIS EUR PTG : domicilié aux Bermudes ;
- ANN6941Q1308 PERMAL INV. CL.A NV : domicilié dans le paradis fiscal de Curaçao ;

Réponse de l'organisme : *Ce fonds de fonds Long Short détient certains fonds offshore au sens de la réglementation américaine, les non résidents ne peuvent investir dans des fonds de droit américain. Le terme « paradis fiscaux » est un jugement de valeur laissé à la libre appréciation des rédacteurs.*

Observation de la mission : *Vu.*

[107] Le fonds détient en outre des fonds en dollars.

Réponse de l'organisme : *« Le fonds détient en outre des fonds en dollars ». Il est à noter que ces fonds disposent d'une couverture sur le risque de change.*

Observation de la mission : *Vu.*

10. ACTIONS EURO CA-MF (FR0007011903)

10.1. Description

[108] Le FCP ACTIONS EURO CA-MF est un FCP créé le 08/07/97. Il est géré par la société AMUNDI et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur de réalisation fin 2011 s'élevait à 31,1 M€ avec une moins value latente de 3,8 M€. Il s'agit d'un OPCVM non coordonné.

10.2. Objectif

[109] L'objectif de gestion du fonds est de surperformer l'indice de référence en sélectionnant parmi les actions de la zone euro les titres qui présentent le plus de potentiel d'appréciation à long terme.

[110] L'indicateur de référence est l'Euro Stoxx Large (cours de clôture - dividendes nets réinvestis).

10.3. Stratégie

[111] *« Le processus d'investissement vise à identifier les sociétés dont le profil de croissance est attractif ou sous-évalué par le marché. Cette approche est combinée à une notion de valorisation relative (à titre d'exemple, comparaison de la valorisation actuelle de la société étudiée par rapport à sa valorisation en historique ou par rapport à la valorisation du secteur ou du marché auxquels la valeur appartient) ».*

[112] *« Le style privilégie donc les valeurs de croissance à un prix raisonnable » (sic).*

10.4. Composition de l'actif

[113] Le FCP s'autorise la détention des instruments et opérations suivants :

- Actions : Le fonds a vocation à être exposé à 100 % de son actif net en actions. Dans la pratique, l'exposition action oscille entre 90 % et 110 % de l'actif net avec un minimum de 90 % et un maximum de 120 %. Le FCP est exposé au minimum à 90 % de son actif net aux marchés des actions des pays de la zone euro. Le fonds pourra néanmoins investir jusqu'à 10 % de son actif net en dehors de la zone euro : actions des sociétés des Etats membres de l'OCDE.
- Les titres de créance et les dépôts multi-devises pourront représenter 10 % de l'actif net.
- Par ailleurs, le fonds s'autorise à intervenir sur les catégories d'obligations toutes maturités suivantes: Obligations à taux fixe ; obligations à taux variable ; obligations indexées [(inflation, TEC (taux à échéance constante) ; obligations convertibles.
- Le Fonds peut détenir jusqu'à 10 % de son actif en parts ou actions d'OPCVM notamment des OPCVM pouvant investir 10 % de leur actif dans OPC étrangers ou fonds d'investissement respectant les critères fixés par le Code Monétaire et Financier ; jusqu'à 10 % dans les OPCI, etc.
- Futures : sur actions/indices boursiers, sur taux ; Options : sur actions/indices boursiers, de change, de taux ; Swaps : de devises, sur actions, sur indices boursiers, de taux ; change à terme : achat de devises à terme, vente de devises à terme, à la fois en couverture et en exposition. La somme des engagements liés aux dérivés étant de 100 % de l'actif net.

Réponse de l'organisme : *« l'exposition action oscille entre 90 % et 110 % de l'acitf net » Il s'agit de la rédaction type des OPCVM (droit commun).*
«et un maximum de 120% » : « coquille faite par Amundi.

Observation de la mission : *Vu.*

10.5. Frais

[114] Frais de souscription : 4 %.

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[115] Frais de gestion : 0,3 puis 0,2 %.

10.6. Inventaire 2011

[116] La mission n'a pas identifié de produits non admissibles.

11. ACTIONS FCE PETITES VAL VM (FR0000986176)

11.1. Description

[117] Le fonds ACTIONS FCE PETITES VAL VM est un FCP créé le 19/06/02. Il est géré par la société CRAIGSTON FINANCE et conservé par la société CM-CIC SECURITIES. Sa valeur de réalisation s'élevait fin 2011 à 30,4 M€ avec une moins value latente de 21,6 M€. Il s'agit d'un OPCVM diversifié.

11.2. Objectif

[118] Aucun objectif ne figure au prospectus mais le paragraphe sur les frais laisse penser que l'objectif est de surperformer le CAC 40 : *« Commission variable : ces frais fixes sont majorés d'une commission variable de 20 % HT de la surperformance du FCP par rapport à l'indice CAC 40 »*.

Réponse de l'organisme : *Ce fonds dédié est un fonds à procédure allégée non soumis à l'agrément de l'AMF. Dans la notice d'information, dans les caractéristiques financières (orientation des placements), il est noté ce qui suit : « Actions France Petites Valeurs VM est investi dans tous types de valeurs mobilières, principalement de la zone Euro actions, notamment en actions françaises à capitalisation boursière faible et moyenne, obligations et autres titres de créances négociables ».*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas aux observations de la mission, qui ne portaient en rien sur l'agrément de l'AMF.*

11.3. Stratégie

[119] Le FCP est investi dans tous les types de valeurs mobilières, principalement de la zone euro.

[120] Le fonds n'investit pas sur des instruments financiers à terme. Des opérations de pension, prêt et emprunt de titres pourront être effectués dans les limites autorisées par la réglementation[60].

[121] Le fonds présente un risque lié à la faible capitalisation boursière des sociétés.

[122] Cet OPCVM déroge aux règles d'investissement du droit commun en autorisant :

- la détention de jusqu'à 50 % d'OPCVM non-conformes à la directive ;
- les emprunts en espèce jusqu'à 25 % de l'actif

Réponse de l'organisme : *Ce fonds dédié est un fonds à procédure allégée non soumis à l'agrément de l'AMF, et qui peut adopter des règles d'investissement dérogatoires. Il s'agit d'un fonds non benchmarké.*

Observation de la mission : *La mission ne mentionne nulle part l'agrément de l'AMF.*

[123] Il présente enfin un risque de change hors zone euro potentiellement important puisqu'il doit demeurer inférieur ou égal à 50 %.

11.4. Frais

[124] Frais de souscription : 4 %

[60] Il s'agit probablement de la réglementation générale applicable aux OPCVM, la réglementation applicable à la caisse n'autorisant pas ce type d'opérations.

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[125] Frais de gestion : commission fixe annuelle de 1,5 % HT de l'actif net et commission variable de 20 % HT de la surperformance du FCP par rapport à l'indice CAC 40.

11.5. Inventaire 2011

[126] La mission a identifié les placements suivants comme étant non-admissibles :

- des placements en or ayant lieu en Afrique notamment ;
- la détention de la société SIPH (Internationale de Plantations d'Hévéas), qui est une société française, 2ème producteur de caoutchouc naturel africain, soumise à un risque politique particulier.

Réponse de l'organisme : *Il n'y a pas de placements en or ayant lieu en Afrique. Le fonds détient, à hauteur de 0,2 % de son actif, des actions de la société canadienne Ethiopian Polash et de la société SIPH qui répondent toutes les deux à la notice d'information du fonds (« non soumis à agrément de l'AMF, cet OPCVM peut adopter des règles d'investissement dérogatoires »). Dans la rubrique « Caractéristiques financières – Orientation des placements », il est indiqué que Actions France Petites Valeurs VM » est investi dans tous les types de valeurs mobilières, principalement de la zone Euro ».*
La société SIPH est une société française ayant son siège à Courbevoie, et fait partie des indices CAC Small 90 et Next 150. Détenant 20 % de son capital, Michelin est le deuxième actionnaire de cette société.
Le fonds détient par ailleurs deux warrants or (émetteurs Société Générale et Commerzbank).

Observation de la mission : *Vu.*

[127] La mission ne dispose pas du détail des autres placements.

Réponse de l'organisme : *Les autres titres détenus par le fonds sont répertoriés dans l'inventaire du portefeuille au 31 décembre 2011.*

Observation de la mission : *Vu.*

12. LAZARD ACTIONS EURO (FR0007063987)

12.1. Description

[128] Le fonds LAZARD ACTIONS EURO est un FCP créé le 19/06/02. Il est géré par la société LAZARD FRERES GESTION SAS et conservé par la société LAZARD FRERES BANQUE. Sa valeur de réalisation s'élevait fin 2011 à 68,5 M€ avec une moins value latente de 634 705 €. Il s'agit d'un OPCVM d'OPCVM à hauteur de 20 %.

12.2. Objectif

[129] L'objectif de gestion vise à atteindre une performance supérieure à celle de l'indice DJ EuroStoxx dividende net réinvesti en cours de clôture, qui regroupe les sociétés de grandes, moyennes et petites capitalisations de la zone euro.

12.3. Stratégie

[130] *« La stratégie mise en œuvre repose sur :*

- *L'identification des entreprises présentant le meilleur profil de performance économique.*
- *La validation de cette performance : diagnostic financier, fondement stratégique.*
- *La sélection des titres de ces entreprises en fonction de la sous-évaluation par le marché à un instant donné de cette performance.*
- *La construction d'un portefeuille concentré sur 30-80 titres de grandes et moyennes capitalisations européennes sans autres contraintes sectorielles présentant une bonne liquidité ».*

[131] Le portefeuille est exposé en permanence à hauteur de 60 % minimum de l'actif net d'actions de grandes et moyennes capitalisations européennes.

12.4. Composition de l'actif

[132] Le portefeuille est investi en permanence à 90 % minimum en actions ou autres titres de capital de sociétés dont la principale place de cotation est située dans un pays membre de la zone euro. Ce ratio s'apprécie en exposition nette, c'est-à-dire en tenant compte des positions sur produits dérivés hors liquidités résiduelles et placements monétaires de la gestion effectuée sur cette zone.

[133] Le Fonds peut détenir jusqu'à 20 % de son actif en OPCVM de droit français coordonnés ou non coordonnées (dont OPCVM gérés par la Société de gestion).

[134] Le Fonds peut intervenir sur les marchés à terme réglementés (futures et options) uniquement en couverture.

12.5. Frais

[135] Frais de souscription : 5 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[136] Frais de fonctionnement : 0,42 %

[137] Frais indirects : 3 % TTC

12.6. Inventaire 2011

[138] La mission n'a pas identifié de placement non admissible dans l'inventaire fourni.

13. SGAM ACTIONS ETATS-UNIS (FR0007064126)

13.1. Description

[139] Le FCP SGAM ACTIONS ETATS-UNIS est un FCP créé le 10/10/01. Il est géré par la société AMUNDI et conservé par la société SOCIETE GENERALE SA. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 41,6 M€ (valeur de réalisation 46,9 M€). Il s'agit d'un OPCVM d'actions internationales.

13.2. Objectif

[140] Le fonds vise à sur-performer son indice de référence, le S&P 500[61], sur la durée de placement recommandée. Il est investi essentiellement en actions, et principalement composée de valeurs des Etats-Unis d'Amérique.

13.3. Stratégie

[141] *« La stratégie d'investissement s'appuie sur une analyse quantitative, qualitative et buy side.*

[142] *Ainsi, une première sélection est effectuée par le biais de ratios financiers classiques :*

- *cours de l'action/bénéfice net par action (PER)*
- *cours de l'action/actif net comptable*
- *PER/croissance des bénéfices nets (PEG)*
- *Cours de l'action/cash flow par action*

[143] *Ensuite, une analyse approfondie du positionnement de chaque société est établie : qualité du management stratégie à long terme, avance technologique, potentiel de développement.*

- *une analyse macro-économique et sectorielle élaborée par les entités spécialisées du gestionnaire financier,*
- *une sélection des valeurs d'après les conclusions des analyses citées ci-dessus ».*

13.4. Composition de l'actif

[144] Le FCP s'autorise la détention des instruments et opérations suivants :

- Actions ou autres titres de capital : jusqu'à 100 % maximum de l'actif. Le fonds est exposé à hauteur de 90 % minimum aux marchés actions des Etats-Unis. A titre accessoire, le fonds peut détenir des instruments spécifiques tels que des warrants ou des valeurs non cotées.
- Titres de créances, instruments du marché monétaire : jusqu'à 10 % maximum de l'actif.
- Actions ou parts d'OPCVM ou fonds d'investissement : jusqu'à 5 % maximum de l'actif.
- Le fonds peut investir au maximum 5 % de son actif en OPCVM français et/ou européens coordonnés et/ou autres fonds d'investissement, y compris ceux du groupe Amundi. Le fonds peut détenir des instruments spécifiques tels que FCPR, FCPI et FCIMT.
- Utilisation de dérivés en couverture.
- Pour la gestion de ses liquidités, dépôts et emprunt d'espèces à hauteur de 2 % de son actif.

13.5. Frais

[145] Frais de souscription : 5 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[61] Le prospectus présente l'indice S&P 500 de la manière suivante : « *Mesure du rendement des actions ordinaires américaines incluant les 500 actions les plus importantes (selon la valeur boursière soit environ 75 % de la bourse de New-York) cotées aux Etats-Unis* ». Cette présentation est évidemment erronée, l'indice ne mesurant pas un rendement mais une valeur.

[146] Frais de gestion : 0,45 %

13.6. Inventaire 2011

[147] La mission n'a pas identifié de placement non admissible dans l'inventaire fourni.

14. BFT ALTINVEST (FR0010278176)

14.1. Description

[148] Le FCP BFT ALTINVEST est un FCP créé le 17/01/06. Il est géré par la société BFT GESTION et conservé par la société CREDIT AGRICOLE TITRES. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 27,2 M€ (valeur de réalisation 28,1 M€). Il s'agit d'un OPCVM de fonds alternatifs.

14.2. Objectif

[149] L'objectif de gestion du fonds est d'obtenir, notamment par des investissements sur des fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative, une performance décorrélée des risques des principaux marchés financiers et visant à sur-performer l'EONIA capitalisé, sur la durée de placement recommandée.

14.3. Stratégie

[150] Le FCP a recours à des stratégies de gestions alternatives : bi-directionnelles, *event driven*, *relative value* et *long/short equity*.

Encadré : quelques stratégies de gestion alternatives

Stratégies bidirectionnelles : Les gérants bidirectionnels ont en commun leurs interventions sur l'ensemble des quatre grandes classes de risques (taux d'intérêt, actions, changes et matières premières). Dans cet univers de risques, ils interviennent aussi bien à l'achat qu'à la vente. Pour les marchés de taux d'intérêt et d'actions, la matière du gérant est par ailleurs traditionnellement bien plus le marché dans son ensemble que les valeurs en particulier.

Stratégies event driven : les gérants misent sur les titres d'entreprises qui font face à des circonstances particulières (fusions/acquisitions, phase de restructuration du capital, etc.) ou sur des titres obligataires à taux élevés.

Stratégies relative value : Les gérants « relative value » sont de véritables arbitragistes. En associant deux à deux des instruments financiers dont les performances sont supposées présenter une relation stable dans un intervalle de temps défini, ils ont pour objectif de profiter d'anomalies temporaires de marché. L'instrument financier le moins cher est acheté tandis que le second est vendu à découvert.

Stratégies long/short equity : les gérants misent aussi bien sur la hausse possible de certains titres, avec des positions « long », que sur la baisse probable d'autres titres, avec des positions à découvert (ou « short »).

Source : Prospectus BFT ALTINVEST.

[151] *Le prospectus précise que « le rôle de BFT Gestion va au-delà de la simple juxtaposition de gérants de fonds talentueux ».*

Réponse de l'organisme : *Le rôle de BFT Gestion est effectivement d'élaborer un portefeuille après analyse en risque des fonds alternatifs (due diligences, performances, suivi de l'allocation par stratégie, corrélations entre fonds composant cet OPCVM de droit français).*

Observation de la mission : *Vu.*

14.4. Composition du portefeuille

[152] Tout type d'OPCVM conformes et non-conformes à la directive :

- « *OPCVM de droit français non conformes à la Directive (jusqu'à 100 % de l'actif), OPCVM pouvant investir jusqu'à 10 % de leur actif en OPCVM ou fonds d'investissement ; OPCVM nourricier ; OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ; OPCVM contractuels ; OPCVM à règles d'investissement allégées sans effet de levier ; OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier ; OPCVM de fonds alternatifs* » ; OPC étrangers non conformes à la Directive (jusqu'à 35 % de l'actif)
- Fonds d'investissement de droit étranger cotés ou non cotés et OPC d'OPC, mettant en œuvre des stratégies de gestion alternatives et répondant aux critères de l'article 411-34 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
- Fonds d'investissement ne répondant pas aux critères de l'article 411-34 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers

[153] *Le FCP précise : « Juridiction d'origine de ces instruments : pays membres ou non-membres de l'OCDE, notamment Bahamas, Iles Vierges Britanniques, Iles Cayman, Bermudes, Iles Anglo-Normandes, à l'exclusion des pays de la liste noire du Groupe d'Action Financière Internationale (GAFI) ».*

[154] Le FCP s'autorise à investir dans des instruments dérivés de tout type et aussi bien en couverture qu'en exposition (ainsi que dans des titres incluant des dérivés).

14.5. Frais

[155] Frais de souscription : 4 %

[156] Frais de fonctionnement : 0,20 % TTC

[157] Commission de surperformance : 20 %

Réponse de l'organisme : *Commission de surperformance : néant.*

Observation de la mission : *Vu.*

[158] Frais indirects entre 2 et 4 %.

14.6. Inventaire 2011

[159] La mission a relevé les fonds suivants qui ne sont pas conformes aux dispositions applicables directement à la caisse. Elle précise que pour de nombreux fonds constituant ce fonds, elle ne peut pas retracer les placements à partir des codes ISIN :

- BMG0693F1014 AURUM ISIS EUR PTG : fonds domicilié aux Bermudes ;
- Nexar : fonds domicilié en Russie ;
- La fayette : fonds domicilié aux Iles vierges.

15. ODDO EUROPE VALEURS MOYENNES (FR0010771063)

15.1. Description

[160] Le FCP ODDO EUROPE VALEURS MOYENNES est un FCP créé le 10/10/01. Il est géré par la société ODDO ASSET MANAGEMENT et conservé par la SOCIETE GENERALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/11 s'élevait à 77,6 M€ (valeur de réalisation 87,5 M€). Il s'agit d'un OPCVM d'actions internationales.

15.2. Objectif

[161] Le Fonds a pour objectif d'obtenir une performance supérieure à celle de son indicateur de référence, le HSBC Small Cap Europe dividendes réinvestis, sur un horizon de placement supérieur à 5 ans.

15.3. Stratégie

[162] *« Le gérant suivra un processus d'investissement en quatre grandes étapes :*

[163] *Première étape : le gérant filtre l'univers d'investissement sur la base d'indicateurs de performance économique et financière ;*

[164] *Deuxième étape : l'analyse fondamentale, visites de sociétés ;*

[165] *Troisième étape : la valorisation ;*

[166] *Quatrième étape : la construction du portefeuille ».*

[167] Le Fonds est exposé en permanence à hauteur de 60 % minimum de son actif sur les marchés d'actions de pays européens, membres de l'Espace Economique Européen (EEE) et/ou membre de l'OCDE. Il ne sera pas exposé aux marchés des pays émergents.

15.4. Composition de l'actif

[168] La partie du portefeuille non exposée sur les marchés d'actions et valeurs assimilées pourra être investie, dans la limite de 40 % de l'actif, en produits monétaires directement ou indirectement via des parts ou actions d'OPCVM monétaires réguliers (classification AMF « OPCVM Monétaires Euro ») de droit français conformes ou non et/ou européens conformes à la directive, à des fins de gestion de la trésorerie. Ces OPCVM pourront être gérés par Oddo Asset Management.

[169] Le Fonds pourra également détenir à titre accessoire des bons de souscription provenant d'opération sur titres.

[170] Dans la limite d'engagement de 100 % de l'actif net du Fonds, le gérant pourra intervenir sur tous instruments financiers à terme ou conditionnels négociés sur des marchés réglementés ou de gré à gré français et étrangers. Le gérant pourra prendre des positions sur des contrats de futures, options, swaps de change et change à terme en couverture uniquement.

15.5. Frais

[171] Frais de souscription : 4 %

Réponse de l'organisme : *Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

[172] Frais de gestion : 1,1 %

[173] Commission de surperformance à hauteur de 20 % de la surperformance.

[174] Frais indirects de 0,25 %.

15.6. Inventaire 2011

[175] La mission n’a pas identifié de placement non admissible dans l’inventaire fourni.

Annexe 10 : Analyse des fonds dédiés taux

[1] La mission a analysé de manière exhaustive les fonds dédiés taux détenus par la caisse au 31 décembre 2011. Les citations proviennent, sauf indication contraire, des prospectus des fonds concernés.

[2] Au 31/12/2011, la CARMF possédait 22 fonds communs de placement dédiés à la gestion de produits de taux, en ce compris le fonds EURO CONVERTIBLES qui est détenu par la caisse à hauteur de 92 %.

Réponse de l'organisme : *La liste les fonds dédiés fait apparaitre les Plus ou Moins Values latentes. Ce tableau ne précise évidemment pas les nombreuses Plus ou Moins Values réalisées depuis la création de ces fonds (cessions, Vente/Achat).*

Observation de la mission : *Vu.*

FCP (chiffres en M€)	VB	VNC	VR	PMVL
ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	106,7	91,9	91,9	-14,8
ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	41,8	41,8	44,8	3,0
ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	58,7	57,7	57,7	-1,0
AI-MF INFLATION EUROBLIG	65,0	65,0	70,4	5,4
ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	44,6	44,6	44,7	0,2
BNPP AM OPTIMEUROBLIG	293,0	293,0	298,5	5,5
EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO	63,0	57,6	57,6	-5,4
EURO INFLATION CA-MF	78,5	78,5	84,7	6,2
EURO-CONVERTIBLES	54,7	54,7	55,6	0,9
FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	46,6	45,8	45,8	-0,8
FORTIS OBLIG INFLATION EURO	50,0	50,0	53,7	3,7
HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	55,8	55,8	72,9	17,1
INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG	23,2	23,2	25,1	1,9
LCF OBLICONVERTIBLES EURO	64,4	63,6	63,7	-0,7
LFP SPREAD EUROBLIG	91,2	91,2	93,7	2,4
ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	88,3	87,6	87,6	-0,6
R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	51,8	46,0	46,0	-5,8
R-MF OBLI CREDIT EURO	31,5	30,0	30,0	-1,5
FCP dédiés non détenus en direct				
AIM EUROBLIG	-	-	-	-
EUROBLIG CA-MF	-	-	-	-
IXIS EUROBLIG	-	-	-	-
PAREUROBLIG	-	-	-	-

Source : Mission IGAS d'après documents CARMF – VB = valeur brute – VNC = valeur nette comptable – VR = valeur de réalisation – PMVL = plus (signe positif) ou moins (signe négatif) value latente.

1. DESCRIPTION DES FONDS

1.1. FCP investis majoritairement sur le marché des obligations classiques

1.1.1. FCP ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO (code ISIN : FR0011009158)

[3] Le FCP ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO a été créé le 29 avril 2010. Il est géré par la société ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FRANCE et conservé par la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 44,6 M€ pour une valeur de réalisation de 44,7 M€.

Réponse de l'organisme : *Le FCP ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO a été créé le 29 avril 2010 le 14 mars 2011. Il est géré par la société ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FRANCE et conservé par la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 44,6 M€ pour une valeur de réalisation de 44,7 M€.*

Observation de la mission : *Vu.*

[4] Le FCP a pour objectif de « *surperformer l'indicateur de référence composé de 33 % BARCAP Euro High Yield ex Financials BB-B 3 % + 67 % BARCAP Euro Corporate* ». Pour atteindre son objectif, le FCP est principalement investi en « *instruments qui permettront de se couvrir et de s'exposer au risque de crédit et qui seront de type financé (obligations ou titres de créances libellé [sic] en euros) ou instruments financiers à terme (CDS, Indices CDS)* ». Les titres détenus peuvent avoir une notation comprise entre AAA et CCC, l'exposition en titres « high yield » étant limitée à 60 %. Le FCP peut également, dans la limite de 10 % de son actif net, investir dans des OPCVM « *de toute nature* ».

Réponse de l'organisme : *Le FCP a pour objectif de « surperformer l'indicateur de référence composé de 33% BARCAP Euro High Yield ex Financials BB-B 3% + 67% BARCAP Euro Corporate ». Pour atteindre son objectif, le FCP est principalement investi en « instruments qui permettront de se couvrir et de s'exposer au risque de crédit et qui seront de type financé (obligations ou titres de créances libellé [sic] en euros) ou instruments financiers à terme (CDS, Indices CDS) ». Les titres détenus peuvent avoir une notation comprise entre AAA et CCC, l'exposition en titres « high yield » étant limitée à 60%. Le FCP peut également, dans la limite de 10% de son actif net, investir dans des OPCVM « de toute nature » (la Convention de Gestion précise en annexe 1 qu'il s'agit de monétaire euro au sens AMF).*

Observation de la mission : *Vu.*

[5] Le fonds intervient, dans la limite d'une fois son actif net, sur les marchés dérivés de taux et de crédit réglementés, organisés ou de gré à gré, aussi bien en couverture qu'en exposition.

[6] Le FCP peut emprunter et déposer des espèces et des titres, et avoir recours aux prises et mises en pension de titres.

1.1.2. FCP R-MF OBLI CREDIT EURO (code ISIN : FR0011034412)

[7] Le FCP R-MF OBLI CREDIT EURO a été créé le 15 mars 2011. Il est géré par la société ROTHSCHILD & CIE GESTION (la société CACEIS FASTNET étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société ROTHSCHILD & CIE BANQUE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 30,0 M€ incluant une dépréciation de 1,5 M€.

[8] Le FCP a comme objectif « *de surperformer l'indice Euro MTS 3-5* ». Pour atteindre son objectif, le fonds peut investir en « *obligations et autres valeurs émises ou garanties par l'un des Etats partie à l'Espace Economique Européen, libellées en Euro, et/ou [en] obligations et titres de créances négociables, libellés en Euro, émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et admis aux négociations sur un marché reconnu en fonctionnement régulier de l'OCDE* » ainsi que, dans la limite de 10 % de son actif net, « *en actions ou parts d'OPCVM français et/ou européens coordonnés, strictement investis en titres libellés en Euro, et/ou classés « Monétaires euro »* ».

[9] Le fonds peut intervenir, dans la limite d'une fois son actif net, sur les marchés dérivés réglementés, organisés ou de gré à gré, en couverture comme en exposition. Les CDS et paniers de CDS peuvent être utilisés tant en couverture qu'en exposition.

[10] Le FCP peut emprunter et déposer des espèces et des titres, et avoir recours aux prises et mises en pension de titres.

1.2. FCP investis majoritairement sur le marché des obligations convertibles

1.2.1. FCP ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0000980682)

[11] Le FCP ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 2 janvier 2004. Il est géré par la société ABERDEEN ASSET MANAGEMENT GESTION (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 41,8 M€ pour une valeur de réalisation de 44,8 M€.

Réponse de l'organisme : *Le FCP ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 2 janvier 2004 10 janvier 2002. Il est géré par la société ABERDEEN ASSET MANAGEMENT GESTION (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 41,8 M€ pour une valeur de réalisation de 44,8 M€.*

Observation de la mission : *Vu.*

[12] Le FCP a comme objectif « *de sur-performer, sur une période de placement supérieure à 2 ans, l'indice Exane ECI-Euro* ». Pour atteindre cet objectif, la stratégie retenue est « *totalement discrétionnaire* ». Elle se base sur le choix par le gérant des « *obligations convertibles les plus intéressantes en termes de couple risque/rendement* » pour lesquelles « *le potentiel d'appréciation de l'action sous-jacente (composante action) valorisation du titre, perspective de croissance de la société, ainsi que sur les composantes taux d'intérêt et crédit (composante obligataire)* » sont analysés.

[13] Au moins deux tiers de l'actif net est composé « *d'obligations convertibles et/ou échangeables en actions, libellées en euros et admis aux négociations sur un marché en fonctionnement régulier de pays membres de l'OCDE, avec un rating minimum équivalent à BBB-* ».

[14] Le gérant peut intervenir sur les marchés à terme réglementés français et étrangers ou de gré à gré, dans la limite d'une fois l'actif, en couverture ou dans le but « *de poursuivre l'objectif de gestion ou d'ajuster les expositions instantanées* »

1.2.2. FCP ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0010547794)

[15] Le FCP ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 19 décembre 2007. Il est géré par la société ACROPOLE AM et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 57,7 M€ incluant une dépréciation de 1,0 M€.

[16] Le FCP a pour objectif « *de réaliser une performance annuelle supérieure à celle de l'Exane Convertible Index zone Euro* » en mettant « *en œuvre une gestion active d'obligations convertibles d'émetteurs dont les titres sont libellés en Euro et admis aux négociations sur un marché règlementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE* »

[17] Pour atteindre cet objectif, la stratégie retenue est « *discrétionnaire* ». La gestion se fait dans « *la perspective d'une maximisation du couple rendement / risque* ». Ainsi, « l*a stratégie d'investissement est basée sur la détermination de positions à moyen et long terme fondées sur l'analyse de différents indicateurs macro-économiques, sur le choix des sous-jacents actions qui composeront notre portefeuille et sur la détermination des convertibles qui constituent le support de notre investissement .*
Dans la recherche de performance de cette stratégie, l'accent est mis sur la composante « actions » des obligations convertibles plus que sur les aspects obligataires (duration, crédit) pour lesquels l'objectif est surtout de minimiser les risques, par une politique de couverture ou la sélection de titres de grande qualité ».

Réponse de l'organisme : *Pour atteindre cet objectif, la stratégie retenue est « discrétionnaire ». La gestion se fait dans « la perspective d'une maximisation du couple rendement / risque ». Ainsi, « la stratégie d'investissement est basée sur la détermination de positions à moyen et long terme fondées sur l'analyse de différents indicateurs macro-économiques, sur le choix des sous-jacents actions qui composeront notre portefeuille et sur la détermination des convertibles qui constituent le support de notre investissement .*
Dans la recherche de performance de cette stratégie, l'accent est mis sur la composante « actions » des obligations convertibles plus que sur les aspects obligataires (duration, crédit) pour lesquels l'objectif est surtout de minimiser les risques, par une politique de couverture ou la sélection de titres de grande qualité ».
Il est par ailleurs précisé précédemment dans le prospectus que « Les investissements se portent principalement sur les obligations convertibles « mixtes » qui présentent la caractéristique d'être sensibles aux taux et aux actions dans des proportions équilibrées.
L'accent est mis sur les obligations convertibles dites « mixtes », car elles permettent d'optimiser cette dissymétrie. En effet, plus que d'autres, elles sont suffisamment sensibles, de par leur delta, aux variations des marchés actions pour profiter de la hausse quand elle se produit. Elles conservent toutefois un plancher actuariel suffisamment proche pour qu'il constitue une protection en cas de baisse des marchés. Ces titres dont la convexité est forte, sont ainsi particulièrement attractifs compte tenu de leur capacité à capter de la performance en cas de marchés favorables et à atténuer les baisses dans le cas contraire.

Observation de la mission : *Vu.*

[18] « *2/3 au moins de l'actif investi en obligations convertibles sera investi en titres provenant d'émetteurs notés « Investment grade » par l'une des agences de notations officielles [sic]* ». « *L'actif du FCP est exposé en permanence entre 60 et 100 % en obligations convertibles et titres assimilés d'émetteurs dont les titres sont libellés en euro et admis aux négociations sur un marché règlementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE* ».

[19] Il est toutefois possible au gérant d'intervenir sur les marchés financiers à terme dans la limite maximum de 35 % de l'actif « *via des Swaps (de performance) sur OPCVM* » afin de « *de couvrir et/ou exposer le portefeuille contre les risques financiers* ». Les marchés de gré à gré sont autorisés seulement en couverture. Au total, l'engagement du swap de performance doit demeurer inférieur à l'actif net du fonds.

[20] La sensibilité du portefeuille est comprise entre 0 et 7.

[21] Le fonds peut déposer ou emprunter des espèces, et pratiquer des mises en pension.

1.2.3. FCP EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0010998484)

[22] Le FCP EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO a été créé le 28 février 2011. Il est géré par la société EQUIGEST (la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES NET ASSET VALUE étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 57,6 M€ incluant une dépréciation de 5,4 M€.

[23] Le FCP a pour objectif de « *générer de la performance* ». Son indicateur de référence est EXANE ECI Euro, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer. Pour atteindre cet objectif, la stratégie retenue est « *discrétionnaire* » et consiste à investir « *essentiellement […] en obligations convertibles libellées en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating* ».

[24] Le prospectus précise que « *les OPCVM ou fonds d'investissement à l'actif du FCP Equi-Multigestion Convertibles Euro sont composés essentiellement d'obligations libellés en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating.Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating* ». Cela signifie que des actifs non obligataires pourraient être détenus au travers de ce FCP.

Réponse de l'organisme : *Le prospectus précise que « les OPCVM ou fonds d'investissement à l'actif du FCP Equi-Multigestion Convertibles Euro sont composés essentiellement d'obligations libellées en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating.Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating ». Cela signifie que des actifs non obligataires pourraient être détenus au travers de ce FCP (s'il ne s'agit pas d'obligations, il reste les titres de créances constituant le monétaire euro. Le terme « essentiellement » suppose que comme pour tous fonds ouverts, il existe la possibilité d'investir jusqu'à 10% en OPCVM notamment pour la gestion de la trésorerie).*

Observation de la mission : *Vu.*

[25] Le FCP peut intervenir sur des instruments financiers à terme « *négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré* » à des fins de couverture ou d'exposition « *sur des secteurs d'activités, zones géographiques, taux, actions, titres et valeurs assimilées* » au moyen de « *contrats de futures, […] options et […] swaps* », dans la limite maximum d'une fois l'actif.

[26] La sensibilité du portefeuille est comprise entre 0 et 8.

[27] Le fonds peut emprunter des espèces, et pratiquer des prises et mises en pension ou des prêts et emprunts de titres.

1.2.4. FCP LCF OBLICONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0007068895)

[28] Le FCP LCF OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 11 janvier 2002. Il est géré par la société EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (les sociétés EDMOND DE ROTHSCHILD INVESTORS ASSISTANCE et CACEIS FUND ADMINISTRATION étant respectivement délégataires de la gestion administrative et comptable) et conservé par la société LA COMPAGNIE FINANCIERE EDMOND DE ROTHSCHILD BANQUE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 51,8 M€ incluant une dépréciation de 0,8 M€.

[29] Le FCP a pour objectif « *la valorisation de ses actifs à moyen terme* ». Pour ce faire, il « *recherche l'optimisation du couple performance/risque sur la période indiquée, en diversifiant ses sources de gain : sous-jacent, secteur, coupon, émetteur, taux, devise* ». Son indicateur de référence est EXANE ECI Euro, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer. Pour réaliser son objectif, le fonds investit « *essentiellement mais non exclusivement investi en obligations convertibles ou échangeables, d'émetteurs dont les titres sont libellés en Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de l'OCDE* ». Le processus d'investissement du fonds « *combine une approche obligataire globale (titres de créances négociables et autres instruments de taux) et une sélection d'actions (stock-picking), en tant que sous-jacents à des instruments financiers* ».

[30] Le FCP peut intervenir sur les marchés à terme de « *contrats de futures ou options pour couvrir le risque de marché ou de taux du portefeuille ou contribuer à la réalisation d'une exposition sur les taux, les marchés actions* », d'options « *sur actions afin de construire des obligations convertibles synthétiques pour accroître la diversité du gisement* » et enfin de « *contrats d'échange de risque de crédit (CDS) dans un but de couverture* ».

[31] Enfin, le fonds pourra recourir, à des emprunts d'espèces, des OPCVM monétaires ou bien encore des prises en pensions portant sur des titres d'Etats de la zone Euro, à chaque fois dans la limite de 10 % de l'actif net.

[32] La sensibilité du portefeuille est comprise entre 0 et 8.

1.2.5. FCP EURO CONVERTIBLES (code ISIN : FR0007076443)

[33] Le FCP EURO-CONVERTIBLES a été créé le 17 septembre 2002. Il est géré par la société AMUNDI (la société CACEIS FUND ADMINISTRATION étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 54,7 M€ pour une valeur de réalisation de 55,6 M€.

[34] Le FCP a pour objectif de « *réaliser une performance annuelle moyenne supérieure à celle de […] l'indice Exane ECI- Euro* ». Pour réaliser son objectif, le fonds sélectionne « *des obligations convertibles ou échangeables en actions de la zone Euro et assimilables (c'est-à-dire des obligations convertibles libellées en euro)* ». Le FCP peut également « *intervenir sur des obligations convertibles de l'OCDE hors zone Euro dans la limite de 10 % maximum de l'actif net* ». Les obligations convertibles concernées pourront être émises « *indifféremment par des entités publiques ou privées notées « Investment Grade » […] ou « Speculative Grade » […] ou sans notation* ».

[35] Le fonds pourra également détenir des actions : « *certaines obligations convertibles détenues en portefeuille ont un profil très proche de celui d'une action et il est parfois plus efficient de détenir les actions sous-jacentes plutôt que les obligations convertibles* ». Comme il est loisible au FCP d'investir à hauteur de 10 % dans l'OCDE hors zone euro, il existe un risque de change.

Réponse de l'organisme : *Le fonds pourra également détenir des actions : « certaines obligations convertibles détenues en portefeuille ont un profil très proche de celui d'une action et il est parfois plus efficient de détenir les actions sous-jacentes plutôt que les obligations convertibles ». Comme il est loisible au FCP d'investir à hauteur de 10% dans l'OCDE hors zone euro, il existe un risque de change. Dans les faits, le gérant sait que ces actifs ne sont pas éligibles à la CARMF et qu'ils n'ont pas vocation à être investis (actions comme titres OCDE non libellés en euro)*

Observation de la mission : *Vu.*

[36] Le FCP peut détenir des OPCVM et des OPCVM d'OPCVM.

Réponse de l'organisme : *Le FCP peut détenir des OPCVM et des OPCVM d'OPCVM (à hauteur de 10% comme dans tous fonds ouverts notamment pour la gestion de trésorerie).*

Observation de la mission : *Vu.*

[37] Enfin, le FCP peut intervenir sur tous les marchés à terme sur tous types de risques (action, taux, change, crédit, volatilité, dividendes…) en couverture comme en exposition au moyen de tout instrument. Il peut également emprunter ou déposer des espèces et mettre ou prendre en pension des titres. Dans ce dernier cas, la rémunération est partagée entre FCP et gérant.

1.2.6. FCP FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0007081765)

[38] Le FCP FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 18 mars 2003. Il est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT GESTION (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 45,8 M€ incluant une dépréciation de 0,8 M€.

[39] Le FCP a pour objectif de procurer « *un rendement global optimum* » et a pour indicateur de référence l'indice EXANE ECI EURO. Le FCP investit « *à hauteur de 50 % minimum et jusqu'à 100 % de son actif dans des obligations convertibles ou échangeables en actions, libellées en euro et admises à la négociation sur un marché réglementé en fonctionnement régulier d'un pays membre de l'OCDE* ».

[40] Le FCP peut intervenir sur les marchés dérivés de taux, actions ou de crédit « *réglementés français et étrangers, organisés ou de gré à gré […] afin de couvrir le portefeuille contre les risques actions, taux et de crédit* ». L'exposition dans la limite d'une fois l'actif net peut également être recherchée à travers ces instruments.

[41] Le FCP peut investir dans la limite de 10 % de son actif net en parts d'OPCVM. Enfin, le FCP peut « *recourir à des opérations de prise en pension quotidienne […] ainsi qu'à des dépôts et emprunts d'espèces* ».

1.2.7. FCP R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0010025544)

[42] Le FCP R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO a été créé le 18 mars 2003. Il est géré par la société ROTHSCHILD & CIE GESTION (la société CACEIS FASTNET étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société ROTHSCHILD & CIE BANQUE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 35,6 M€ incluant une dépréciation de 4,5 M€.

Réponse de l'organisme : *Le FCP R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO a été créé le 18 mars 2003 29 octobre 2003. Il est géré par la société ROTHSCHILD & CIE GESTION (la société CACEIS FASTNET étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société ROTHSCHILD & CIE BANQUE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 35,6 M€ incluant une dépréciation de 4,5 M€.*

Observation de la mission : *Vu.*

[43] Le FCP a pour objectif « *d'obtenir sur la durée des placements recommandée une performance supérieure à l'indicateur de référence (ECI Euro)* ». Afin d'atteindre son objectif de gestion, le FCP « *est investi à hauteur de 60 % minimum dans des obligations ou titres de créance convertibles ou échangeables d'émetteurs dont les titres, libellés en euro, sont admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membres de l'OCDE* ». Il peut également être investi en actions et en OPCVM.

[44] Le FCP peut également « *intervenir sur des instruments financiers à terme négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré (pensions, swaps de taux, dérivés de crédit, notamment le credit default swap, de devises et d'indices, prêt et emprunt de titres, marché des futures et options sur actions, sur obligations ou sur indices)* » dans la limite d'une fois l'actif net.

1.2.8. FCP ODDO OBLICONVERTIBLES EURO (code ISIN : FR0010318964)

[45] Le FCP ODDO OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le 11 mai 2006. Il est géré par la société ODDO ASSET MANAGEMENT (la société ODDO ET CIEétant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société ODDO ET CIE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 87,6 M€ incluant une dépréciation de 0,6 M€.

[46] Le FCP a pour objectif « *d'obtenir une performance supérieure à l'indice ECI zone euro* ». Pour réaliser son objectif, le fonds investit sur « *les obligations convertibles les plus performantes du marché de par leurs caractéristiques techniques de valorisation (notamment courbes de taux, risque de crédit de l'émetteur, évolution des spreads de taux et volatilité implicite de l'action sous-jacente) et après une analyse qualitative des sociétés émettrices* ». Le FCP investit « *jusqu'à 100 % de son actif en obligations convertibles et/ou échangeables en actions, en titres de créances négociables et en titres participatifs libellés en euro et d'émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché règlementé en fonctionnement régulier de l'OCDE* », mais peut détenir des actions provenant « *de la conversion d'un emprunt obligataire en fonds propres, dans la limite maximum de 10 % de l'actif* » ainsi que « *OPCVM de toute nature à hauteur de 10 % maximum de l'actif* ».

Réponse de l'organisme : *Le FCP a pour objectif « d'obtenir une performance supérieure à l'indice ECI zone euro ». Pour réaliser son objectif, le fonds investit sur « les obligations convertibles les plus performantes du marché de par leurs caractéristiques techniques de valorisation (notamment courbes de taux, risque de crédit de l'émetteur, évolution des spreads de taux et volatilité implicite de l'action sous-jacente) et après une analyse qualitative des sociétés émettrices ». Le FCP investit « jusqu'à 100% de son actif en obligations convertibles et/ou échangeables en actions, en titres de créances négociables et en titres participatifs libellés en euro et d'émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché règlementé en fonctionnement régulier de l'OCDE », mais peut détenir des actions provenant « de la conversion d'un emprunt obligataire en fonds propres, dans la limite maximum de 10% de l'actif » (à titre accessoire et temporaire, en concertation avec la CARMF) ainsi que « OPCVM de toute nature à hauteur de 10% maximum de l'actif ».*

Observation de la mission : *Vu.*

[47] Par ailleurs le FCP peut intervenir, dans la limite d'une fois l'actif net, sur les marchés d'instruments financiers à terme « *français ou négociés sur les marchés réglementés d'un ou plusieurs pays étrangers, organisés ou de gré à gré, dans le but d'une couverture et/ou d'une exposition aux risques de taux et action du portefeuille* ». Le FCP pourra également intervenir sur des dérivés de crédits de type « *Credit Default Swaps (en couverture et/ou exposition sur un émetteur, un portefeuille ou un indice)* ».

[48] Enfin, le FCP peut emprunter des espèces, prêter et emprunter des titres et avoir recours aux prises et mises en pension.

1.3. FCP investis majoritairement sur le marché des obligations indexées sur l'inflation

1.3.1. FCP HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO (code ISIN : FR0010027169)

[49] Le FCP HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO a été créé le 19 novembre 2003. Il est géré par la société HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (la société CACEIS FUND ADMINISTRATION étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 55,8 M€ pour une valeur de réalisation de 72,9 M€.

[50] Le FCP a pour objectif de « *surperformer le marché des obligations indexées sur l'inflation en zone Euro* ». Son indicateur de référence est Barclays Euro Inflation-Linked Bonds Index All Maturities hedgé en euros, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer.

Réponse de l'organisme : *Le FCP a pour objectif de « surperformer le marché des obligations indexées sur l'inflation en zone Euro ». Son indicateur de référence est Barclays Euro Inflation-Linked Bonds Index All Maturities hedgé en euros, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer (l'indice reste un élément d'appréciation important de la performance du gérant).*

Observation de la mission : *Vu.*

[51] Pour atteindre son objectif de gestion, le FCP cherche « *à maximiser la performance, en investissant en obligations indexées sur l'inflation, non indexées et en instruments du marché monétaire, et en réalisant une allocation active sur les marchés de points morts d'inflation des marchés développés de l'OCDE* » en investissant au moins à 80 % en obligations souveraines ou *corporate* indexées sur l'inflation, ainsi que sur des obligations nominales (non indexées) de notation BBB ou supérieure, et sur des produits monétaires. Le FCP pourra également investir moins de 10 % de son actif net en OPCVM coordonnés.

[52] Le fonds peut « *utiliser des produits dérivés (futures ou swaps, paniers de CDS de type iTraxx) » à des fins d'exposition ou de couverture, sur un marché de taux ou sur un indice d'inflation par exemple (swaps d'inflation)* ». Le FCP peut en outre « *effectuer des opérations de prêts/emprunts de titres et de prises/mises en pensions dans la limite de 100 % de l'actif* ».

1.3.2. FCP EURO INFLATION CA-MF (code ISIN : FR0010144576)

[53] Le FCP EURO INFLATION CA-MF a été créé le 20 décembre 2004. Il est géré par la société AMUNDI (la société CACEIS FUND ADMINISTRATION étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 44,7 M€ pour une valeur de réalisation de 44,8 M€.

[54] Le FCP a pour objectif de « *sur-performer l'indicateur de référence : 50 % EONIA capitalisé, 50 % Barclays Euro Government Inflation Linked Bond Index* ». Pour atteindre son objectif de gestion, le FCP est investi « *jusqu'à 100 % de son actif net en produits de taux exclusivement libellés en euros* », les obligations pouvant être émises par un organisme public de notation minimum BBB- et, dans la limite de 20 % de l'actif net, par émetteur privé de notation minimum BBB-. Les obligations concernées peuvent être des obligations à taux fixe, à taux variable, à taux indexé sur l'inflation ou sur l'indice TEC10, obligations convertibles ou perpétuelles. Le FCP pourra détenir, dans la limite de la moitié de son actif net, des OPCVM coordonnés.

Réponse de l'organisme : *Le FCP a pour objectif de « sur-performer l'indicateur de référence : 50% EONIA capitalisé, 50% Barclays Euro Government Inflation Linked Bond Index ». Pour atteindre son objectif de gestion, le FCP est investi « jusqu'à 100% de son actif net en produits de taux exclusivement libellés en euros », les obligations pouvant être émises par un organisme public de notation minimum BBB- et, dans la limite de 20% de l'actif net, par émetteur privé de notation minimum BBB-. Les obligations concernées peuvent être des obligations à taux fixe, à taux variable, à taux indexé sur l'inflation ou sur l'indice TEC10, obligations convertibles ou perpétuelles. Le FCP pourra détenir, dans la limite de la moitié de son actif net, des OPCVM coordonnés (rappelons que l'indicateur de référence est consititué à 50% d'Eonia, sachant la volonté de gérer le risque de remontée des taux réels).*

Observation de la mission : *Vu.*

[55] Le FCP peut en outre intervenir sur tout type de marché de produits dérivés de taux, de crédit ou d'inflation, en couverture comme en exposition, dans la limite d'une fois l'actif net du fonds. Le FCP peut vendre des CDS ce qui permet de « *répliquer synthétiquement la détention d'un titre physique, génère un risque équivalent à celui existant en cas de détention directe du titre* ».

[56] Le fonds peut emprunter des espèces, et pratiquer des prises et mises en pension ou des prêts et emprunts de titres.

1.3.3. FCP AI-MF INFLATION EUROBLIG (code ISIN : FR0010651208)

[57] Le FCP AI-MF INFLATION EUROBLIG a été créé le 2 septembre 2008. Il est géré par la société AXA INVESTMENT MANAGERS (la société STATE STREET BANQUE SA étant délégataire de la gestion comptable et du *middle office*) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 45,0 M€ pour une valeur de réalisation de 49,3 M€.

[58] Le FCP a pour objectif une « rechercher la performance ». Son indicateur de référence est l'indice BARCLAYS EURO GOVERNMENT INFLATION LINKED BONDS 1-5 YEARS MATURITIES, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer.

Réponse de l'organisme : *Le FCP a pour objectif une « rechercher de la performance ». Son indicateur de référence est l'indice BARCLAYS EURO GOVERNMENT INFLATION LINKED BONDS 1-5 YEARS MATURITIES, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer.*

Observation de la mission : *Vu.*

[59] Pour atteindre son objectif, le FCP peut être investi « *jusqu'à 100 % de son actif net, via des OPCVM ou des produits financiers à terme, en obligations d'Etat partie à l'Espace Economique Européen en Euro et/ou d'obligations libellées en Euro admises aux négociations sur un marché réglementé et de l'OCDE et/ou sur des titres de créances négociables émis par un ou plusieurs Etats membres de la zone Euro* » présentant une notation au moins égale à BBB-. Le FCP pourra également détenir, dans la limite de 10 % de son actif net, des « *parts ou actions d'OPCVM français ou européens coordonnés quelle que soit leur classification* », ces investissements pouvant « *créer une exposition indirecte résiduelle aux instruments financiers issus de la titrisation* ».

[60] Le FCP peut en outre intervenir sur les marchés dérivés de crédit : « *le FCP pourra […] s'exposer ou se couvrir aux marchés de taux, crédit, et à l'inflation par l'utilisation d'instruments financiers à terme tel [sic] que notamment des dérivés de crédit à titre accessoire et des swaps d'inflation dont les sous-jacents pourront être des titres émis au sein de l'OCDE (y compris hors zone euro)* ». Les instruments financiers à terme utilisés par le FCP peuvent être « *négociés sur des marchés de gré à gré, organisés ou réglementés* ». De plus, le FCP peut « *se surexposer au marché des taux, crédit et/ou à certains de leurs paramètres ou composantes* » dans la limite de deux fois l'actif net.

[61] Le FCP peut enfin déposer ou emprunter des espèces et mettre ou prendre en pension des titres.

1.3.4. FCP FORTIS OBLIG INFLATION EURO (code ISIN : FR0010657346)

[62] Le FCP FORTIS OBLIG INFLATION EURO a été créé le 8 septembre 2008. Il est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES FRANCE étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 50,0 M€ pour une valeur de réalisation de 53,7 M€.

[63] Le FCP a pour objectif d'obtenir « *une surperformance de 3 % au-delà de l'indice des prix à la consommation française* ». Le FCP peut investir :

- dans la limite d'une fois l'actif net, en « obligations, émises ou garanties par des Etats ou des entreprises publiques ou privées, dont le siège est situé dans un pays membre de l'OCDE, libellées en euro et négociées sur un marché réglementé d'un des pays de la zone OCDE » ;
- en « *titres de créances négociables libellés en euro, tels que des bons du Trésor à taux fixe (BTF), des bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN), des certificats de dépôts ou des billets de trésorerie* » ;
- dans la limite de 50 % de son actif net, « *en parts ou actions d'OPCVM français conformes ou non-conformes et/ou européens conformes, de type monétaire et monétaire court terme […] dont les actifs sont libellés en euro* ».

[64] Le FCP peut également intervenir sur les marchés à terme dans le but « *de couvrir et/ou d'exposer le FCP au risque de taux, crédit et change* ». Les produits dérivés autorisés sont :

- les options sur taux d'intérêt, les futures et contrats à terme sur taux d'intérêt et les swaps de taux d'intérêt ;
- les dérivés de crédit (CDS), les indices sur CDS, les contrats à terme et optionnels sur indices et CDS ;
- les swaps d'inflation :
- les contrats de change à terme ;
- les « total return swaps ».

[65] Le FCP peut enfin emprunter ou déposer des espèces et aux prises et mises en pension de titres.

1.4. FCP investis majoritairement sur le marché des obligations structurées ou recourant à la gestion alternative

1.4.1. ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX (code ISIN : FR0000989378)

[66] Le FCP ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX a été créé le 22 novembre 2002. Il est géré par la société ABERDEEN ASSET MANAGEMENT GESTION et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Le gérant du FCP est conseillé par la société SEEDS FINANCE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 84,3 M€ incluant une dépréciation de 13,7 M€.

[67] Le FCP a comme objectif « *d'accroître, sur une durée de placement recommandée, sa valeur liquidative* » tout en conservant « *une volatilité annualisée inférieure à 5 %* ». Son indicateur de référence est EONIA, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer. Pour atteindre son objectif, le gérant sélectionne « *de façon discrétionnaire des titres obligataires structurés de la zone euro, libellés en euro, garantis et indexés sur la performance de fonds alternatifs* ». Le FCP investit dans des obligations structurées dont le rendement est indexé sur la performance de fonds alternatifs[62] (dits fonds alternatifs sous-jacents). Ainsi, « *au travers de ces structurations, le FCP peut être exposé jusqu'à 100 % de son actif en fonds alternatif ou fonds de fonds alternatif* ».

[68] Les fonds alternatifs sous-jacents peuvent utiliser toutes les stratégies alternatives disponibles sur le marché.

[69] « *Les fonds alternatifs sous jacents sont principalement des fonds de fonds alternatif de droit étranger qui peuvent être domiciliés dans des pays non membres de l'OCDE, y compris relevant de juridictions off-shore (Jersey, Bermudes, Cayman etc..)* ». De plus, les fonds alternatifs sous-jacents peuvent être des « *OPCVM conforme[s] ou non-conforme[s] à la directive européenne* » ou des « *fonds d'investissement étrangers qui pourront être eux-mêmes investi en fonds d'investissement (OPC d'OPC)* ».

[70] Par ailleurs, « *dans la limite de 25 % de son actif, le FCP peut se trouver ponctuellement en position débitrice et avoir recours dans ce cas à l'emprunt d'espèces* ». « *Le FCP peut être investi, au travers des structurations, dans des fonds d'investissement alternatifs libellés dans des devises autres que* » l'euro, même si les obligations structurées détenues par le FCP « *sont en tout état de cause libellées en euros* » et doivent être « *listés sur une place de la zone euro et présent[er] à l'échéance une garantie du capital initial* ».

[71] **Il figure à l'EDP du FCP un swap qui n'est pas autorisé par le prospectus**.

Réponse de l'organisme : *Il figure à l'EDP du FCP un swap qui n'est pas autorisé par le prospectus (cf. page 14 du prospectus possibilité donnée d'utiliser des instruments financiers à terme).*

Observation de la mission : *Vu.*

[62] Juridiquement, le FCP devrait être un fonds obligataire, puisqu'il ne détient que des obligations. Toutefois, le risque porté par ses obligations – qui sont des obligations structurées – a conduit à classer ce FCP dans la catégorie « OPCVM de fonds alternatifs ».

1.4.2. FCP LFP SPREAD EUROBLIG (code ISIN: FR0010255125)

Réponse de l'organisme : *Ce fonds n'est en aucun cas un fonds recourant aux stratégies alternatives. Il est investi en OPCVM d'obligations libellées en euros.*

Observation de la mission : *Vu.*

[72] Le FCP LFP SPREAD EUROBLIG a été créé le 1er décembre 2005. Il est géré par la société LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 68,4 M€ pour une valeur de réalisation de 69,9 M€.

[73] Le FCP n'a pas d'autre objectif de gestion que celui d'une « *gestion totalement discrétionnaire* » sans indicateur de référence. Il vise « *à obtenir une performance optimisée par rapport au risque en investissant principalement son actif en parts ou actions d'OPCVM composées essentiellement d'obligations et de titres de créances négociables libellés en Euro et émis sur un marché réglementé d'un pays de l'OCDE* ». Il peut ainsi détenir :

- des OPCVM coordonnés, a priori de toute catégorie, en ce compris des FCPR ;
- des instruments monétaires, avec une fourchette de sensibilité comprise entre 0 et 10 ;

[74] Le FCP peut également intervenir sur les marchés de produits dérivés « *négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré* » dans la limite d'une fois l'actif net, tout en s'interdisant l'utilisation de l'effet de levier que ces instruments permettent.

[75] Le fonds peut déposer ou emprunter des espèces et des titres, et pratiquer des prises et mises en pension.

[76] En pratique, au 31/12/2011, le FCP détenait les OPCVM ouverts suivants[63] :

- le FCP de droit français OFP 150, ayant comme objectif d'obtenir une performance sur 1 an d'EONIA + 1,5 %, investi « *essentiellement en obligations et autres valeurs mobilières négociables, libellées en toutes devises courantes, provenant des marchés de l'OCDE* » et « *jusqu'à 30 % sur les pays hors OCDE* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 2/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français AVIVA INVESTORS CREDIT EUROPE, ayant comme objectif de « *surperformer l'indice Barclays Capital Euro Aggregate Corporate 3-5 ans* » en investissant « *principalement sur les émissions privées des pays européens membres de l'OCDE* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 5/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français AVIVA INVESTORS MONÉTAIRE F, ayant comme objectif une performance supérieure à EONIA, « principalement investi en titres de créance et instruments du marché monétaire de durée le plus souvent inférieure à 3 mois ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 1/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français ECOFI CONVERTIBLES EURO ayant comme objectif « *une performance supérieure à celle de l'indice Exane ECI Euro* » en investissant « *en obligations convertibles et échangeables en actions, libellées en euro et négociées dans un pays de la zone Euro* » ou, accessoirement, hors zone euro. Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;

[63] Les citations sont tirées des documents « informations clé pour l'investisseur » de l'AMF lorsque le FCP est de droit français.

- le FCP de droit français GROUPAMA CREDIT EURO ayant comme objectif d'obtenir « *une performance supérieure à celle de [l'indice] Corporate clôture* » et composé « *d'obligations à taux fixe, d'EMTN (Emprunts Medium Term Notes), de TCN (Titres de Créances Négociables), de BTAN (Bons du Trésor à taux fixes et à intérêt annuel), d'obligations à taux variable et indexées sur l'inflation ainsi que de véhicules de titrisation (essentiellement au travers de fonds commun de créance et d'obligations foncières)* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français LBPAM OBLI CREDIT ayant comme objectif « *de réaliser […] une performance supérieure à celle des obligations en euro* » avec comme indicateur de référence l'indice Barclays Euro-Aggregate 500MM Corporate en investissant principalement « *en titres de créance et instruments du marché monétaire libellés en euro (titres à taux fixe, taux variable, taux révisable ou indexés)* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 3/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français LFP CONVERTIBLES DYNAMIQUE PART I ayant comme objectif « *d'obtenir […] une performance […] supérieure à celle de l'indice Exane ECI Europe, majorée de 1 %* » en investissant dans « *des obligations libellées en euros et/ ou en devises: (i) émises par des entreprises industrielles, commerciales ou financières appartenant au secteur privé ayant le siège social de la maison mère dans un pays de l'Union Européenne, Norvège, Suisse et Russie, (ii) émises par l'Etat français ou un Etat membre de l'Union Européenne, Norvège, Suisse et Russie (iii) émises par des établissements publics ou des agences gouvernementales et (iv) des obligations émises par des organismes supranationaux* » sans couverture du risque de change. Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit luxembourgeois LFP OPPORTUNITY DELFF EURO HIGH RETURN B, ayant comme objectif de surperformer l'indice TEC10 ;
- le FCP de droit français LFP EURO INFLATION PART I ayant comme objectif « *d'obtenir une performance […] supérieure au Barclays Capital Euro Government Inflation-Linked Bond Index* » en investissant dans « *des titres émis par des émetteurs de la zone euro (90 % -100 %) et OCDE hors zone euro (0-10 %)* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français LFP LIBROBLIG PART C ayant comme objectif d'obtenir une performance annuelle supérieure à 7 % en investissant dans « *[d]es obligations et titres de créances négociables émis ou garantis par les Etats membres de la zone euro (dette publique), [d]es obligations non gouvernementales (dette privée) de la zone euro et libellées en euro, [d]es obligations convertibles et [d]es instruments du marché monétaire* », y compris les titres subordonnés et super subordonnés. Cet OPCVM présente un profil de risque de 5/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français LFP TRESORERIE PART R ayant comme objectif d'obtenir une performance annuelle supérieure à l'indice EONIA en investissant dans des « *obligations européennes à taux fixe ou à taux variable* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 1/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français M CONVERTIBLES PART AC ayant comme objectif de « *surperformer l'indice Exane Eurozone Convertible Bond* » en investissant « *dans des obligations, des titres de créance et des instruments du marché monétaire sans limite de notation* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;

- le FCP de droit français OFI CONVERTIBLES TAUX EUROS ayant comme objectif de réaliser une performance supérieure à la « *somme pondérée de l'indice Euro Stoxx 50 calculé hors dividendes affecté d'un coefficient 20 % et de l'indice JPMorgan Credit Index BBB 3-5 ans coupons réinvestis affecté d'un coefficient 80 %* », .en investissant « *à hauteur de 60 % minimum de son actif net en obligations convertibles libellées en euros dont les émetteurs ou les sous-jacents ont, soit leur siège social, soit leur place de cotation, dans la Zone Euro* », « *en obligations et titres de créance européens libellés en Euros* » ou en « *obligations convertibles, obligations et autres titres de créance hors de la Zone Euro dans la limite de 10 % de l'actif net* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit français OFI EURO SOUVERAINS ayant comme objectif de « *réaliser une performance supérieure à l'indice EUROMTS 5-7 ans* » en investissant « *en obligations et autres titres de créances libellés en euros : obligations à taux fixe et/ou variable, et/ou indexées* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 3/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit luxembourgeois PICTET-EUR CORPORATE BONDS, investissant au moins deux tiers de son actif en obligations libellées en euros ;
- le FCP de droit français SCHELCHER PRINCE CONVERTIBLES ayant comme objectif de « *réaliser une performance supérieure à celle de l'Exane ECI Euro* » en investissant « *entre 70 % et 110 % en obligations convertibles en actions (et titres assimilés) de toutes natures émises en Euro et dont les émetteurs sont indifféremment des personnes de droit privé ou de droit public* » y compris « *les titres Haut rendement ou de la catégorie « spéculative »* ». Cet OPCVM présente un profil de risque de 4/7 selon la classification AMF ;
- le FCP de droit luxembourgeois WESTLB MELLON COMPASS FUND – EURO HIGH YIELD BOND A, investi en obligations « high yield ».

Réponse de l'organisme : *Il est rappelé que le gérant est responsable du suivi réglementaire des investissements effectués au sein des OPCVM et dans le cadre de la Convention de Gestion exprimant les actifs éligibles à la CARMF.*

Observation de la mission : *Vu.*

1.4.3. FCP INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG (code ISIN : FR0010181487)

[77] Le FCP INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG a été créé le 18 mai 2005. Il est géré par la société LYXOR ASSET MANAGEMENT et conservé par la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 23,2 M€ pour une valeur de réalisation de 25,1 M€.

[78] Le FCP a pour objectif « *de rechercher une performance régulière décorrélée des risques de marché* ». Il peut avoir recours à une gestion alternative de tout type. Il peut « *exposer jusqu'à 100 % de son actif en parts ou actions d'OPC, (dont des OPC qui investissent eux-mêmes en titres d'autres OPC) constitués en France ou dans un pays étranger, incorporés ou constitués dans les pays membres de l'OCDE ou non-membres* ».

[79] Le FCP peut « *conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme à l'achat ou la vente de gré à gré dans la limite d'une fois l'actif du FCP en vue de couvrir ou exposer le FCP aux risques de marchés crédit, et/ou taux et ou OPC* ».

[80] Le fonds peut déposer et emprunter des espèces, et pratiquer des prises et mises en pension (jusqu'à 100 % de son actif net) ou des prêts et emprunts de titres (jusqu'à 100 % de son actif net).

1.5. FCP « overlay » BNPP AM OPTIMEUROBLIG (code ISIN: FR0010889345)

[81] Le FCP BNPP AM OPTIMEUROBLIG a été créé le 29 avril 2010. Il est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT (les sociétés THEAM et BNP PARIBAS FUND SERVICES FRANCE étant respectivement délégataires de la gestion financière et comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 283,0 M€ pour une valeur de réalisation de 288,3 M€.

[82] Le FCP a pour objectif « *d'investir dans des parts ou actions d'OPCVM et de prendre des positions via des instruments dérivés libellés en euro permettant de couvrir et/ou d'exposer le FCP aux marchés auxquels ses actifs sous-jacents sont exposés* ». N'ayant aucun objectif autre que l'investissement dans des OPCVM, le FCP n'a pas d'indice de référence. Afin d'investir dans des OPCVM – qui est son objectif de gestion -, le FCP recourt à une sélection active des instruments afin « *d'optimiser les choix d'investissements* », sans préciser la grandeur à optimiser.

[83] Le FCP peut investir en titres de créance négociables et en OPCVM « *de droit français coordonnés ou non, libellés en euros, de classification obligataire*[64] *ou monétaire*[65]*, et/ou en parts ou actions d'OPCVM européen coordonnés, libellés en euros, de classification équivalente* ».

[84] Le FCP peut en outre intervenir sur les marchés « à terme réglementés ou de gré à gré, français et/ou étrangers » sur les produits suivants :

- futures sur taux d'intérêt, futures sur indices obligataires ;
- options de taux, options sur indices obligataires ;
- swaps de taux, swaps de taux à composante optionnelle (swaptions) ;
- caps, floors ;
- dérivés de crédit (CDS).

[85] L'utilisation d'instruments financiers à terme est permise en couverture de positions détenues, en synthèse d'actifs ou de risques et en exposition. L'exposition est limitée à 200 % de l'actif net

[86] Enfin, le fonds peut déposer et emprunter des espèces.

[87] En pratique, ce fonds est un fonds dit « overlay » ayant vocation à porter d'autres fonds dédiés à la caisse en raison d'une réglementation passée autorisant les OPCVM mais non les caisses de sécurité sociale à recevoir des rétrocessions de commissions.

---

[64] Article 25 de l'instruction de l'Autorité des marchés financiers n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF et précisant le classement d'un OPCVM dans la catégorie « Obligations et autres titres de créance libellés en euro » : « *L'OPCVM est en permanence exposé à des titres de taux libellés en euro. L'exposition au risque action n'excède pas 10 % de l'actif net.*
L'exposition à des titres libellés dans une autre devise que l'euro et l'exposition au risque de change doivent respectivement rester accessoires. […] »

[65] Article 27 de l'instruction de l'Autorité des marchés financiers n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF et précisant le classement d'un OPCVM dans la catégorie « Monétaires euro » : « *L'exposition au risque action est interdite.*
Dans la mesure où l'OPCVM est exposé à des risques autres que des risques de taux, notamment de crédit et de liquidité, la rubrique « profil de risque » du prospectus simplifié et du prospectus complet doit clairement en faire état ».

Réponse de l'organisme : *En pratique, ce fonds est un fonds dit « overlay » ayant vocation à porter d'autres fonds dédiés à la caisse en raison d'une réglementation passée autorisant les OPCVM mais non les caisses de sécurité sociale à recevoir des rétrocessions de commissions.*
N.B. : ce fonds a été créé dans le but de gérer plus efficacement les risques de remontée des taux à long terme, les gérants des fonds sous-jacents se concentrant sur leur performance en relatif à l'indice de référence. Les OPCVM composites sont investis strictement en obligations libellées en euros.

Observation de la mission : *Vu.*

[88] En pratique, au 31/12/2011, le fonds était le réceptacle des fonds suivants :

- le FCP AIM EUROBLIG (décrit *infra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**) ;
- le FCP ouvert de droit luxembourgeois BNPP INSTICASH EUR I, OPCVM monétaire ;
- le FCP EUROBLIG CA-MF (décrit *infra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**) ;
- le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 (DE), qui est un *tracker* visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 ;
- le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 (DE), qui est un *tracker* visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 ;
- le FCP IXIS EUROBLIG (décrit *infra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**) ;
- le fonds ouvert de droit français LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL INVESTMENT GRADE, qui est un *tracker* sur l'indice MSCI EM LATIN AMERICA NET TOTAL RETURN ;
- le FCP PAREUROBLIG (décrit *infra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**).

Réponse de l'organisme : *En pratique, au 31/12/2011, le fonds était le réceptacle des fonds suivants :*
● le FCP AIM EUROBLIG (décrit infra en 1.5.1) ;
● le FCP ouvert de droit luxembourgeois BNPP INSTICASH EUR I, OPCVM monétaire ;
● le FCP EUROBLIG CA-MF (décrit infra en 1.5.2) ;
● le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 (DE), qui est un tracker visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 ;
● le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 (DE), qui est un tracker visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 ;
● le FCP IXIS EUROBLIG (décrit infra en 1.5.3) ;
● le fonds ouvert de droit français LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL INVESTMENT GRADE, qui est un tracker sur l'indice MSCI EM LATIN AMERICA NET TOTAL RETURN ; EUROMTS GLOBAL INVESTMENT GRADE.
● le FCP PAREUROBLIG (décrit infra en1.5.4).

Observation de la mission : *Vu.*

[89] Au 31/12/2011, le FCP « overlay » détenait, outre ces fonds, des liquidités et avait vendu un contrat à terme sur *Bund* arrivant à échéance en mai 2012.

Réponse de l'organisme : *Au 31/12/2011, le FCP « overlay » détenait, outre ces fonds, des liquidités et avait vendu un 358 contrats à terme sur Bund arrivant à échéance en mai mars 2012.*

Observation de la mission : *Vu.*

1.5.1. FCP AIM EUROBLIG (code ISIN : FR0007067939)

[90] Le FCP AIM EUROBLIG a été créé le 7 décembre 2001. Il est géré par la société AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS (la société STATE STREET BANQUE SA étant délégataire de la gestion comptable et du *middle office*) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Ce FCP dédié étant détenu par le FCP « overlay » (décrit *supra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**), il ne figure pas au bilan de la CARMF mais à celui du FCP « overlay » pour une valeur de réalisation de 65,9 M€ au 31/12/2011

[91] Le FCP a pour objectif de rechercher la « *performance par une exposition essentiellement aux marchés Obligataires de la zone de l'Espace Economique Européen, par la mise en œuvre d'une gestion dynamique et discrétionnaire reposant notamment sur l'analyse de la courbe des taux et du risque de crédit des émetteurs* ». Son indicateur de référence est JP MORGAN Zone Euro toutes maturités, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer.

[92] Pour réaliser son objectif, le FCP « fera appel à des analyses macro économiques […] et se positionnera sur la courbe des taux ». Le FCP sera intégralement investi « *en direct, via des OPCVM ou des instruments financiers à terme, en obligations d'Etat partie à l'Espace Economique Européen libellées en Euro admises aux négociations sur un marché réglementé de l'OCDE* » dont la notation sera « *comprise à l'achat entre AAA et BB-* ».

[93] Le FCP pourra intervenir sur les marchés dérivés afin de « couvrir, exposer et/ou surexposer le portefeuille contre le risque de taux, de crédit et/ou à certains de leurs paramètres ou composantes » dans la limite de 200 % de l'actif.

[94] Le FCP pourra en particulier intervenir sur les marchés « *dérivés de crédit en vue notamment de diversifier l'accès aux émetteurs, profiter des écarts de valorisation entre CDS et le marché cash, adapter les caractéristiques d'une dette à ses besoins, arbitrer les crédits de manière efficient [sic], prendre des positions de courbe de crédit, prendre une position de crédit pur* ». il pourra également détenir des « *titres issus de la titrisation tels que les CDO (collateralized debt obligations*[66]*), mortgage back [sic] securities*[67] *et des asset back [sic] securities*[68] ».

[95] Enfin, le fonds pourra recourir à des emprunts de titres et d'espèces.

1.5.2. FCP EUROBLIG CA-MF (code ISIN FR0007070859)

[96] Le FCP EUROBLIG CA-MF a été créé le 18 avril 2002. Il est géré par la société AMUNDI (la société CACEIS FUND ADMINISTRATION étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Ce FCP dédié étant détenu par le FCP « overlay » (décrit *supra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**), il ne figure pas au bilan de la CARMF mais à celui du FCP « overlay » pour une valeur de réalisation de 38,4 M€ au 31/12/2011.

---

[66] Les CDO sont des véhicules de titrisation dont l'actif est constitué d'obligations (CBO – *Collateralized Bond Obligation*) ou de prêts non hypothécaires consentis de gré à gré (CLO – *Collateralized Loan Obligation*).

[67] Les MBS (*Mortgage-Backed Securities*) sont des véhicules de titrisation dont l'actif est constitué de prêts hypothécaires résidentiels (RMBS) ou commerciaux (CMBS).

[68] Les ABS (*Asset-Backed Securities*) au sens strict sont des véhicules de titrisation dont l'actif est constitué de prêts à la consommation, d'encours de cartes de crédits ou de leasing etc…

[97] Le FCP a pour objectif de « *surperformer l'indice JP Morgan Global Government EMU Bond* » en « *sélectionnant parmi les obligations émises en euros, les titres qui présentent le meilleur profil rendement/risque à moyen terme* ». Pour atteindre son objectif, le FCP peut investir la totalité de son actif net en « e*mprunts d'Etat partie à l'Espace Economique Européens, de tous types de maturités et de rating minimum B-* » libellées en euros ainsi qu'en fonds monétaires. Le FCP peut également « *investir, pour 40 % maximum de son actif, en obligations (y compris les covered bonds) et titres de créance négociables (certificats de dépôt et billets de trésorerie) émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats, dont les titres sont libellés en Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de l'OCDE, avec un rating Standard & Poor's B- minimum* », y compris des obligations structurées. La sensibilité du fonds sera comprise entre 0 et 8. Le FCP peut également, pour moins de 5 % de son actif, investir en OPCVM coordonnés.

[98] Le FCP peut intervenir sur les marchés à terme de taux, de crédit (via des positions acheteuses ou vendeuses de CDS) ou de volatilité, réglementés, organisés ou de gré à gré, « en substitution de titres vifs notamment à l'occasion des mouvements de flux liés aux souscriptions/rachats ou en cas de circonstances particulières comme les fluctuations importantes des marchés » à des fins de couverture ou d'exposition. L'exposition aux marchés dérivés est limitée à une fois l'actif net du fonds.

[99] Enfin, le fonds pourra recourir à des emprunts de titres et d'espèces ainsi qu'aux mises et prises en pension.

1.5.3. FCP IXIS EUROBLIG (code ISIN : FR0007071071)

[100] Le FCP IXIS EUROBLIG a été créé le 18 avril 2002. Il est géré par la société NATIXIS ASSET MANAGEMENT (la société CACEIS FUND ADMINISTRATION étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société CACEIS BANK FRANCE. Ce FCP dédié étant détenu par le FCP « overlay » (décrit *supra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**), il ne figure pas au bilan de la CARMF mais à celui du FCP « overlay » pour une valeur de réalisation de 86,9 M€ au 31/12/2011.

[101] Le FCP a pour objectif de « *surperformer […] son indicateur de référence* » qui l'indice JP Morgan EMU Global. Pour réaliser son objectif, le gérant met en œuvre « *une stratégie directionnelle de la sensibilité visant à positionner le FCP à l'intérieur de sa fourchette de sensibilité* » (qui est comprise entre 0 et 8) et utilise « *l'effet de levier, par le biais des opérations sur produits dérivés et opérations de cessions/acquisitions temporaires de titres* ». Ainsi, le FCP sera investi pour « *2/3 de l'actif net du fonds au minimum [en] obligations émises par des Etats membres de l'Espace Economique Européen libellés en Euro et/ou titres de créances négociables émis par un ou plusieurs Etas membres de la zone euro* », pour « *1/3 de l'actif net du fonds au maximum de l'actif net du FCP en obligations et titres de créances négociables (certificats de dépôt et billets de trésorerie) émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats, dont les titres sont libellés en Euro et admis aux négociations sur le marché réglementé en fonctionnement régulier de l'OCDE avec un rating Standard & Poor's B- minimum* », y compris *covered bonds*[69], pour 5 % maximum en « *véhicules de titrisation dont la notation Standard & Poors ne peut être inférieure à AA* ».

[102] Il pourra également investir en OPCVM coordonnés pour moins de 10 % de son actif net.

[103] Le FCP peut intervenir, en couverture ou en exposition, sur les marchés à terme et conditionnels réglementés, ou de gré à gré des pays de la zone Euro, dans la limite de 100 % de l'actif net.

[104] Enfin, le fonds peut emprunter des espèces et avoir recours aux prises et mises en pension de titres.

[69] Titres obligataires garantis par une personne distincte de l'émetteur.

1.5.4. FCP PAREUROBLIG (code ISIN : FR0007025473)

[105] Le FCP PAREUROBLIG a été créé le 19 février 2002. Il est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES France étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Ce FCP dédié étant détenu par le FCP « overlay » (décrit *supra* en **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**), il ne figure pas au bilan de la CARMF mais à celui du FCP « overlay » pour une valeur de réalisation de 41,1 M€ au 31/12/2011.

[106] Le FCP a pour objectif « *d'obtenir, […] une performance supérieure à celle de l'indice* » JP Morgan EMU Global. Pour atteindre son objectif de gestion, le fonds peut investir « *pour au moins 60 % de son actif en obligations d'Etats faisant partie de l'Espace Economique Européen libellés en Euro et/ou de titres de créance négociables émis par un ou plusieurs Etats membres de la zone Euro* » et « *jusqu'à 40 % de son actif en obligations et titres de créance négociables émis par des personnes morales autres que des Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats, dont les titres sont libellés en Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de l'OCDE, avec un rating S&P B-* ». Le FCP pourra également détenir des OPCVM coordonnés.

[107] Le FCP peut intervenir « *sur les marchés à terme réglementés ou de gré à gré, français et/ou étrangers* » afin de « *dynamiser sa gestion* », en exposition ou en couverture des risques de crédit et de taux, dans la limite d'une fois l'actif net.

[108] Enfin, le fonds pourra recourir à des emprunts d'espèces, des prêts de titres ainsi qu'à des prises en pension.

2. FRAIS PREVUS AU PROSPECTUS

Réponse de l'organisme : *' - Les Frais d'entrées et sorties sont systématiquement mentionnés (reprise des prospectus). Il s'agit de frais maximum.*
Il est important de dire que ces frais, sont présents afin d'être dissuasifs (pour que d'autres investisseurs ne souscrivent pas dans les fonds dédiés de la CARMF).
La CARMF n'a jamais réglé de tels frais, ni même aucun frais d'entrée ou sortie sur les fonds ouverts.
- Les frais de gestion sont rappelés. Il convient d'ajouter que ceux-ci intègrent une part de 0,05% de frais de contrôle qui sont provisionnés et restitués aux FCP si le contrôle n'a pas lieu.

Observation de la mission : *Vu.*

FCP	frais			
	entrée	sortie	encours	Surperformance
ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	4 %	4 %	0,40 %	non
ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,46 %	non
ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,40 %	oui
EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO	5 %	5 %	0,18 %	non
INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG	4 %	0 %	0,25 %	non
LCF OBLICONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,52 % (< 50 M€) 0,48 % (> 50 M€)	non
AIM EUROBLIG	4 %	4 %	0,28 % (< 30 M€) 0,25 % 0,20 % (> 50 M€)	non
EUROBLIG CA-MF	4 %	4 %	0,275 %	non
IXIS EUROBLIG	4 %	4 %	0,26 %	oui
PAREUROBLIG	4 %	4 %	0,27 %	non
BNPP AM OPTIMEUROBLIG	5 %	4 %	0,16 %	non
EURO-CONVERTIBLES	0 %	0 %	0,30 %	non
FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,45 %	non
R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,50 %	non
HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	4 %	4 %	0,30 %	non
EURO INFLATION CA-MF	4 %	4 %	0,28 % (< 30 M€) 0,25 % (> 30 M€)	non
LFP SPREAD EUROBLIG	4 %	4 %	0,18 %	non
ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	4 %	4 %	0,55 %	non

AI-MF INFLATION EUROBLIG	0 %	0 %	0,365 % (< 50 M€) 0,325 % 0,275 % (> 100 M€)	non
FORTIS OBLIG INFLATION EURO	0 %	0 %	0,40 %	non
ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	4 %	4 %	0,25 %	non
R-MF OBLI CREDIT EURO	4,5 %	4,5 %	0,35 %	

3. OBJECTIFS DE GESTION, INDICES DE REFERENCE ET INDICATEURS DE RISQUE

FCP	Objectif de gestion	Indice de référence	Indicateur de risque
ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	accroître sur une durée supérieure à 5 ans sa valeur liquidative	EONIA	volatilité < 5 %
ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	surperformer sur une période supérieure à 2 ans l'indice de référence	Exane ECI-Euro	-
ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	réaliser une performance annuelle supérieure à celle de l'indice de référence	Exane Convertible Index zone Euro	Sensibilité de 0 à 7
EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO	générer de la performance	EXANE ECI Euro	Sensibilité de 0 à 8
INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG	rechercher une performance régulière décorrélée des risques de marché	-	-
AIM EUROBLIG	rechercher la performance	JP MORGAN Zone Euro toutes maturités	Sensibilité de 0 à 8
EUROBLIG CA-MF	surperformer l'indice de référence	JP Morgan Global Government EMU Bond	Sensibilité de 0 à 8
IXIS EUROBLIG	surperformer son indicateur de référence	JP Morgan EMU Global	Sensibilité de 0 à 8
PAREUROBLIG	obtenir sur une période supérieure à 2 ans une performance supérieure à celle de l'indice de référence	JP Morgan EMU Global	Sensibilité de 0 à 8
LCF OBLICONVERTIBLES EURO	valorisation de ses actifs à moyen terme	Exane ECI euro	Sensibilité de 0 à 8
BNPP AM OPTIMEUROBLIG	investir dans des parts ou actions d'OPCVM et prendre des positions via des instruments dérivés	-	Sensibilité de 0 à 8
EURO-CONVERTIBLES	réaliser une performance annuelle moyenne	Exane ECI euro	-

	supérieure à celle de son indicateur de référence		
FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	procurer un rendement global optimum	Exane ECI euro	-
R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	obtenir sur une période supérieure à 2 ans une performance supérieure à l'indicateur de référence	Exane ECI euro	Sensibilité de -1 à 9
HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	surperformer le marché des obligations indexées sur l'inflation	Barclays Euro Inflation-Linked Bonds Index All Maturities hedgé en euros	Sensibilité de 0 à 15
EURO INFLATION CA-MF	sur-performer l'indice de référence	50 % EONIA capitalisé, 50 % Barclays Euro Government Inflation Linked Bond Index	Sensibilité de 0 à 15
LFP SPREAD EUROBLIG	gestion totalement discrétionnaire	-	-
ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	d'obtenir une performance supérieure à l'indice de référence	ECI zone euro	Sensibilité de 0 à 9
AI-MF INFLATION EUROBLIG	rechercher la performance	Barclays Euro Inflation-Linked Bonds Index 1-5 years Maturities	Sensibilité de 0 à 7
FORTIS OBLIG INFLATION EURO	surperformer l'indice de référence	indice des prix à la consommation française hors tabac + 3 %	Sensibilité de 0 à 9
ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	surperformer l'indice de référence	33 % BARCAP Euro High Yield ex Financials BB-B 3 % + 67 % BARCAP Euro Corporate	Sensibilité de 0 à 8
R-MF OBLI CREDIT EURO	surperformer l'indice de référence	Euro MTS 3-5	Sensibilité de 0 à 8

Réponse de l'organisme : *Une remarque revient souvent :*
Les prospectus précisent que " les OPCVM sont composés essentiellement d'obligations libellées en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating ".
Cela sous-entend que des actifs non obligataires pourraient être détenus au travers de ces FCP
Le terme « essentiellement » exprime que comme pour tout fonds ouvert, il existe la possibilité d'investir jusqu'à 10% en OPCVM notamment pour la gestion de la trésorerie.

Observation de la mission : *Vu.*

Annexe 11 : Bilan des frais facturés à la CARMF par les fonds

[1] La méthode utilisée par la CARMF :

- Pour les fonds dédiés : récupération des informations provenant des sociétés de gestion : il s'agit pour chaque fonds dédié du total des frais (gestion financière, valorisateur, conservateur, transactions, contrôle, estimation des frais des OPCVM sous-jacents, rétrocessions). L'encours moyen a également été donné par les sociétés de gestion.
- Pour les fonds ouverts : un encours moyen a été calculé pour 2011, qui a été multiplié par un taux de frais de gestion Maximum annuel (source Europerformance).

Estimation de l'ensemble des Frais OPCVM en 2011

POCHE TAUX

I- Fonds Ouverts		ENCOURS MOYEN 2011 EN €	Taux FRAIS MAX. en %	Estimation Maximale des frais 2011 EN €
FR0007015169	SCHELCHER PRINCE COURT TERME	44 028 433,02	0,30 %	132 085,30
FR0010921387	AVIVA INVESTORS OBLIGATIONS VARIABLES	20 453 058,06	0,40 %	81 812,23
FR0007022330	ORSAY OBLIGATION OPTIMUM	34 984 947,96	0,40 %	139 939,79
FR0010627257	AFIM OFP 150 B	618 783,26	0,85 %	5 259,66
FR0010568717	SWISS LIFE FUND CASH EURO	8 203 283,96	0,30 %	24 609,85
FR0010554683	ECOFI 3 MOIS	11 425 995,45	0,15 %	17 138,99
FR0007496989	SCHELCHER PRINCE HAUT RENDEMENT	23 521 540,20	1,00 %	235 215,40
LU0165129072	HSBC GIF EURO HIGH YIELD BOND I	46 699 286,78	0,55 %	256 846,08
LU0115288721	WEST LB MELLON EURO HIGH YIELD BOND A	21 504 208,21	0,70 %	150 529,46
LU0466442398	WEGELIN GLOBAL DIVERSIFICATION	64 648,44	1,00 %	646,48
	Total Fonds Ouverts	**211 504 185,35**	**0,49 %**	**1 044 083,25**

II- Fonds Dédiés		ENCOURS MOYEN 2011 EN €	Taux en %	FRAIS 2011 (*)
FR0010144576	EURO-INFLATION CA-MF	52 505 606,02	0,26 %	139 094,88
FR0010651208	AI-MF Inflation Euroblig	69 258 477,17	0,30 %	208 571,97
FR0010657346	FORTIS OBLIG INFLATION EURO	53 788 220,18	0,58 %	309 917,06
FR0010027169	HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	96 559 739,03	0,24 %	231 323,80
FR0010040071	Oblig Inflation Euro SGAM (soldé en 2011)	46 002 557,00	0,21 %	96 314,91
FR0010025544	R-MF Obli Convertibles Euro	58 304 008,85	0,88 %	513 403,95
FR0000980682	ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	56 928 450,42	0,35 %	196 719,36
FR0010547794	Acropole Obliconvertibles Euro	59 057 115,00	0,61 %	358 893,00
FR0007081765	FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	61 270 301,49	0,44 %	270 516,35

FR0000980633	ORSAY OBLICONVERTIBLES EURO	35 047 758,04	0,49 %	172 286,70
FR0007076443	EURO-CONVERTIBLES *(estimation de la part CARMF)*	62 347 250,11	0,38 %	239 120,27
FR0007068895	LCF Obliconvertibles Euro	76 119 032,74	0,43 %	330 841,00
FR0010998484	Equi-Multigestion Convertibles Euro	54 099 085,50	0,67 %	364 735,99
FR0010998500	*Equi-Obliconvertibles Euro (sous-jacent)*	*13 330 206,46*	0,65 %	*87 102,22*
FR001031964	ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	63 957 732,70	0,66 %	425 209,84
FR0007068895	LCF Obliconvertibles Euro	76 119 032,74	0,43 %	330 841,00
FR0010463380	Club Convertibles Multi Actions (soldé en 2011)	14 079 083,20	0,41 %	57 485,61
FR0010097675	LAZARD TRESODYN EURO	32 412 318,28	0,82 %	264 505,17
FR0000989378	ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	111 520 363,40	0,54 %	607 004,60
FR0010278176	BFT ALTINVEST	29 132 107,00	1,25 %	364 351,07
FR0010181487	INVESTISSEMENT MF AI INDEXEUROBLIG	26 644 500,00	1,28 %	340 383,01
FR0010255125	LFP Spread Euroblig	98 732 639,92	0,79 %	780 927,70
FR0011009158	ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	22 590 974,54	0,22 %	50 277,69
FR0011034412	R-MF Obli Crédit Euro	25 029 683,00	0,49 %	123 125,57
FR0010889345	BNPP AM OPTIMEUROBLIG	386 383 845,74	0,26 %	1 022 658,23
FR0007071071	*IXIS EUROBLIG (sous-jacent)*	*84 973 743,04*	0,29 %	*244 227,37*
FR0007025473	*PAREUROBLIG (sous-jacent)*	*42 281 484,63*	0,29 %	*123 275,91*
FR0007067939	*AIM Euroblig (sous-jacent)*	*64 213 262,72*	0,21 %	*133 034,39*
FR0007070859	*EUROBLIG CA-MF (sous-jacent)*	*38 694 547,88*	0,30 %	*117 907,55*
	Total Fonds Dédiés	**1 667 889 882,08**	**0,47 %**	**7 798 508,74**
	TOTAL POCHE TAUX	**1 879 394 067,43**	**0,47 %**	**8 842 591,99**

POCHE ACTIONS

I- Fonds Ouverts		**ENCOURS MOYEN 2011 EN €**	**Taux FRAIS MAX. en %**	**Estimation Maximale des frais 2011 EN €**
FR0007045604	AVIVA INVESTORS ACTIONS EURO	45 605 329,93	1,00 %	456 053,30
FR0010148981	CARMIGNAC INVESTISSEMENTS A	61 679 880,75	1,50 %	925 198,21
FR0010434688	ECHIQUIER JAPON	13 458 275,79	2,39 %	321 921,96
FR0010540716	IMMOBILIER 21 Parts IC	18 171 204,93	1,40 %	254 396,87

LU0235308482	ALKEN EUROPEAN OPPORTUNITIES	11 926 555,26	1,50 %	178 898,33
LU0248177502	SCHRODER US SMALL & MID CAP EQUITY C EUR	2 296 493,93	1,00 %	22 964,94
LU0334663407	SCHRODER US SMALL & MID CAP EH	18 726 615,82	1,00 %	187 266,16
LU0281120682	METROPOLE NEW EUROPEAN COUNTRIES	315 765,85	1,40 %	4 420,72
LU0328682074	PICTET BIOTECH HI EURO	14 279 921,54	0,80 %	114 239,37
LU0368236070	BGF WORLD GOLD I2	24 252 582,43	1,00 %	242 525,82
LU0370201500	AMUNDI FUNDS GLOBAL AGRICULTURE I10	41 348 283,81	0,90 %	372 134,55
FR0000288532	COMPAGNIE IMMOBILIERE ACOFI	12 789 705,60	1,49 %	190 566,61
FR0010007542	ENTREPRENEURS	18 814 959,69	1,80 %	338 669,27
LU0474440715	GOLDMAN SACHS COMMODIY ALPHA Parts C	15 032 672,77	1,70 %	255 555,44
FR0010341222	SAINT HONORE CHINAGORA N	10 139 868,81	1,00 %	101 398,69
LU0246036288	SCHRODER ISF EUROPEAN SPECIAL SITUATIONS	35 455 694,69	1,00 %	354 556,95
FR0010135103	CARMIGNAC PATRIMOINE	40 617 297,08	1,50 %	609 259,46
FR0010147603	CARMIGNAC INVEST LATITUDE	8 691 206,84	2,00 %	173 824,14
LU0300742383	FRANKLIN TEMPLETON NATURAL RES	4 424 677,70	1,00 %	44 246,78
FR0010234898	HDF GLOBAL OPPORTUNITIES Parts S	19 371 711,56	1,50 %	290 575,67
FR0010298521	LYXOR GBS FUND	97 739 784,10	0,20 %	195 479,57
LU0374901725	SCHRODER ISF GLOBAL ENERGY C	4 252 367,10	1,00 %	42 523,67
FR0010072033	MULTI ALTERNATIF EXPLORER M	54 190 432,00	1,35 %	731 570,83
	Total Fonds Ouverts	**573 581 287,96**	**1,12 %**	**6 408 247,31**
II- Fonds Dédiés		**ENCOURS MOYEN 2011 EN €**	**Taux en %**	**FRAIS 2011 (*)**
FR0010069302	ACTION JAPON INVEST	43 916 108,00	0,50 %	218 491,19
FR0010091561	CG ACTION ASIE HORS JAPON	150 018 253,00	1,06 %	1 582 723,49
FR0007063953	CG ACTION EUROPE	106 551 753,00	0,84 %	892 314,18
FR0010926196	R-MF Grandes Valeurs Long Terme	47 205 834,28	0,28 %	131 170,56
FR0010404350	R-MF Multi Actions emergents	225 614 326,55	1,47 %	3 305 324,59
FR0010344994	R-MF Multi-Actions Diversifie	399 517 521,69	1,33 %	5 309 945,55
FR0010612911	R-MF Multi Actions Matieres Premieres Energie	48 411 051,34	2,11 %	1 023 721,77
FR0000986176	Actions France Petites Valeurs VM	45 054 614,40	1,98 %	890 288,38

FR0007064126	SGAM ACTIONS ETATS-UNIS	45 214 092,00	0,92 %	415 998,07
FR0007011903	ACTIONS EURO CA-MF	73 247 314,77	0,41 %	298 121,37
FR0010786475	R-MF Long Short	84 712 928,64	1,72 %	1 455 100,44
FR0010771063	ODDO EUROPE VALEURS MOYENNES	97 904 608,20	1,69 %	1 650 907,74
FR0007063987	Lazard Actions Euro	106 247 206,56	0,62 %	663 914,08
FR0007070180	FCP ACTIONS USA BNP PAM	76 998 783,60	0,52 %	398 093,52
	Total Fonds Dédiés	**1 550 614 396,03**	**1,18 %**	**18 236 114,91**
	TOTAL POCHE ACTIONS	**2 124 195 683,99**	**1,16 %**	**24 644 362,22**
	TOTAL POCHE TAUX + ACTIONS	**4 003 589 751,43**	**0,84 %**	**33 486 954,21**

(*) Ces Chiffres correspondent au total des frais (Gestion, Conservation, Valorisation, Contrôle …etc.. + estimation des éventuels frais sur OPCVM sous-jacents)

évalué, pour chaque fonds dédié, par les sociétés de gestion pour l'année 2011.

(sous-jacents) : ces FCP dédiés sous-jacents de fonds dédiés ont été ajoutés à titre informatif puisque leurs frais sont déjà inclus dans les fonds maîtres.

Annexe 12 : Extrait de la revue CMF n°43 – novembre 2001

[1] Le Conseil des Marchés Financiers s'est réuni en formation disciplinaire le 26 septembre 2001 et a prononcé cinq sanctions

[2] Les faits en cause concernaient des opérations de l'équipe « Vente Dérivés et Convertibles » de la société CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX (CAIC) intervenues en 1999 et 2000.

[3] L'équipe s'adressait à une clientèle de professionnels et d'institutionnels dont les sept plus importants représentaient en 1999, 81,3 % du chiffre d'affaires total généré par cette activité, soit 116,2 sur 143 millions d'euros.

[4] A la suite d'un incident survenu lors d'une opération le 20 janvier 2000, l'un de ces clients s'est plaint à la direction de CAIC, puis obtint qu'une audience de référé du tribunal de Nanterre nomme, le 10 mars 2000, la Commission des opérations de bourse comme expert judiciaire. Quelques semaines plus tard, la société CAIC a désigné un expert mandaté pour la recherche d'accords amiables avec les clients concernés. La direction de CAIC informait le CMF, le 9 mai 2000, des difficultés survenues. **Les enquêtes alors menées par les services de la COB et du CMF ont constaté que les experts amiables avaient estimé que 305 des 538 opérations réalisées par l'équipe de vente en 1999 et 2000 l'avaient été à des taux de rémunération paraissant abusifs**. Les opérations en cause auraient ainsi causé un préjudice de 105 661 774 euros au détriment des sept principaux clients de l'équipe concernée. A la date de la séance de la formation disciplinaire, un accord amiable avait été trouvé entre CAIC et six de ces clients.

[5] La formation disciplinaire a relevé qu'aucune convention de services écrite n'avait été signée avec ces sept clients importants alors que deux seulement étaient des personnes morales entrant dans les catégories visées à l'article 25 de la loi du 2 juillet 1996 modifiée devenue l'article L531-2 du Code monétaire et financier pour lesquelles la conclusion d'une convention de services écrite n'est pas obligatoire. De ce fait, aucune disposition contractuelle écrite ne prévoyait les modalités de rémunération de CAIC ni d'information des clients sur les opérations réalisées. I1 n'y avait pas eu de vérification de l'identité des personnes représentant les clients, ni d'analyse de leur capacité juridique à effectuer les opérations réalisées.

[6] Le dossier faisait également ressortir, à propos d'opérations de marché primaire, l'existence d'informations erronées transmises aux clients sur les prix d'émission et les valorisations des produits. Concernant les opérations de marché secondaire, les prix pratiqués n'avaient pas permis de toujours procéder aux applications requises sur le marché réglementé ; la trace des ordres des clients sur certaines de ces opérations faisait défaut ; aucune demande écrite des clients n'en fondait la réalisation- hors marché réglementé. **Des opérations sur titres émis ou cotés à l'étranger ont été relevées alors que les clients n'avaient pas la capacité juridique de s'en porter acquéreurs**. Enfin, les opérations litigieuses étaient dépouillées en comptabilité interne sur des comptes qui ne contraignaient pas techniquement à l'émission d'une information du client sur la marge prélevée.

[7] Ainsi, l'absence de convention de services, **la transmission défectueuse des prix d'émission et des valorisations, l'utilisation de comptes n'entraînant pas l'information du donneur d'ordres sur la marge d'intermédiation prélevée, rendaient celle-ci totalement opaque pour le client**.

[8] Les pièces faisaient aussi apparaître qu'après une première émission litigieuse, en janvier 1999, un contrôle interne fut effectué à la demande de la direction générale de CAIC. Le rapport qui lui a été remis le 19 avril 1999 écartait les craintes de positions cachées ou de collusion. En revanche, **il s'interrogeait sur l'intégrité du prix de placement de l'opération concernée et demandait qu'une vérification soit faite auprès des équipes de trading**. Celles-ci ont décliné en arguant d'incapacités techniques liées à la maturité du produit. Aucune vérification n'a finalement été faite, ni aucune disposition prise pour prévenir la survenance d'autres opérations litigieuses. Aucun contrôle n'a été effectué avant février 2000 sur les opérations de marché secondaire, notamment sur le respect des règles de concentration des ordres ; aucun contrôle n'a été effectué sur les informations transmises aux clients par l'équipe « Vente Dérivés et Convertibles ».

[9] La formation disciplinaire a considéré que la responsabilité de la société CAIC était engagée à raison de l'action de ses préposés, dont les agissements n'auraient pu se dérouler sans les défaillances de ses organisations et procédures internes. Ces défaillances conduisaient notamment à l'absence de conventions écrites avec les clients qui auraient du en signer et à la mise en œuvre de comptes d'enregistrement opaques vis à vis des clients. Elles se traduisaient par les déficiences du contrôle interne relevées notamment sur le respect des procédures d'horodatage et d'enregistrement des opérations, le respect des règles de concentration des ordres et le contrôle des informations données aux clients. La formation a conclu que CAIC avait ainsi manqué à de nombreuses dispositions du Règlement général du CMF.

[10] La formation disciplinaire a considéré que M. X, en sa qualité de président directeur général de CAIC à l'époque des faits, avait manqué à son obligation de veiller au respect par la société des règles de bonne conduite de la profession et de mettre en œuvre les ressources et les procédures adaptées.

[11] La Formation disciplinaire a relevé que M. Y directeur général de la société CAIC auquel l'activité de « Vente Dérivés et Convertibles » était hiérarchiquement rattachée, avait méconnu ses obligations professionnelles faute d'avoir veillé à la conclusion des conventions de services d'investissement avec la clientèle institutionnelle, à la validité des informations qui lui étaient transmises, à l'intégrité des prix qui lui étaient appliqués et au respect de la centralisation des ordres sur le marché réglementé.

[12] La formation disciplinaire a considéré que M. Z, qui était le responsable de la vente de produits dérivés et d'obligations convertibles pour la société CAIC, nommé directeur général adjoint de la société à la fin de 1999, avait joué un rôle prédominant dans la réalisation de toutes les opérations en cause et avait ainsi manqué, en infraction au règlement général du CMF, à ses obligations professionnelles de diligence, de loyauté, d'équité, de respect de la primauté des intérêts des clients, d'établissement avec eux de conventions écrites, de vérification de leur capacité d'agir, de fourniture des informations qui leur sont dues et de centralisation des ordres sur le marché réglementé.

[13] A l'encontre d'un membre de l'équipe de « Vente Dérivés et Convertibles » chargé de clientèle, la formation disciplinaire a retenu qu'il avait joué un rôle actif dans la transmission d'informations erronées, et manqué aux obligations de diligence et de loyauté et de respect de la primauté des intérêts des clients. La formation a retenu qu'un autre collaborateur, chargé des relations avec les émetteurs, bien que n'étant pas responsable des informations transmises aux clients, constatait les écarts entre celles-ci et les prix des émetteurs mais n'en avait pas alerté le responsable du contrôle des services d'investissement de la société CAIC ; ce collaborateur participait ainsi à des opérations faites en méconnaissance des obligations de respect de la primauté des intérêts des clients et de diligence et de loyauté.

[14] La formation disciplinaire a relevé que le gain litigieux net s'est élevé pour CAIC en 1999 à 81 907 565 euros ; que le profit qu'en a tiré M. Z sous forme de rémunération variable a été de 3 719 775 euros ; que ce profit a été pour M. Y de 282 937 euros ; que M. X n'a pas tiré profit des opérations en cause.

[15] La formation disciplinaire a décidé des sanctions suivantes :

- une suspension de l'activité de la société CAIC d'exécution d'ordres pour compte de tiers sur les titres de créances négociables référencés sur des actions ou des indices d'actions et sur les obligations convertibles pour une durée d'un mois prenant effet un mois après la notification de la présente décision, assortie d'une sanction pécuniaire de 7 622 451 euros ;
- un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 60 979 euros à l'encontre de M. X ;
- le retrait de la carte professionnelle de M. Y pour une durée de cinq ans assorti d'une sanction pécuniaire de 3 7 19 756 euros ;
- un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 838 469 euros à l'encontre de M. Z ;
- un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 60 979 euros à l'encontre du chargé de clientèle ;
- un avertissement à l'encontre du chargé de relations avec les émetteurs.

[16] Ces décisions ont été notifiées le 29 octobre 2001 aux personnes concernées, qui ont été informées de leur droit à présenter un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'État[70].

Réponse de l'organisme : *La CARMF n'a jamais investi dans aucun des produits incriminés dans cette affaire.*

Observation de la mission : *La mission n'a pas indiqué que tel aurait été le cas.*

[70] Cette décision a été confirmée par le Conseil d'État (CE, 19 mars 2003, n°240718).

Annexe 13 : Comparaison des compositions directe et réelle des portefeuilles actions et obligations de la caisse

Tableau 1 : Portefeuille actions détenu en direct – comparaison entre investissements directs et réels

ISIN	Dénomination	Valeur de réalisation	Nombre d'occurrences	Valeur Consolidée	Ecart direct / réel
BE0003796134	DEXIA	228 301	1	228 301	0,00 %
BE0005587580	DEXIA STRIPS VVPR	1 119	1	1 119	0,00 %
CH0038863350	NESTLE	1 260 510	3	9 344 538	641,33 %
DE0007164600	SAP	10 776 149	3	17 675 143	64,02 %
DE0007236101	SIEMENS	6 596 443	3	10 405 832	57,75 %
DE0008032004	COMMERZBANK	184 604	1	184 604	0,00 %
DE0008404005	ALLIANZ	9 776 740	3	12 656 938	29,46 %
ES0113211835	B.B.V.A.	1 491 492	3	2 958 380	98,35 %
ES0113900J37	BANCO SANTANDER	3 022 232	3	5 785 687	91,44 %
ES0178430E18	TELEFONICA	15 394 876	2	17 382 549	12,91 %
FI0009000681	NOKIA STK	1 952 832	2	2 193 569	12,33 %
FR0000120073	AIR LIQUIDE	18 572 528	4	31 865 273	71,57 %
FR0000120172	CARREFOUR	2 218 982	3	3 928 447	77,04 %
FR0000120271	TOTAL	29 209 991	4	37 725 322	29,15 %
FR0000120321	L'OREAL	18 817 505	5	32 800 071	74,31 %
FR0000120354	VALLOUREC	5 449 628	3	8 856 833	62,52 %
FR0000120404	ACCOR	2 394 937	1	2 394 937	0,00 %
FR0000120537	LAFARGE	4 395 281	1	4 395 281	0,00 %
FR0000120560	NEOPOST	7 872 920	1	7 872 920	0,00 %
FR0000120578	SANOFI-AVENTIS	15 479 126	3	20 947 669	35,33 %
FR0000120628	AXA - UAP	6 277 017	3	8 605 930	37,10 %
FR0000120644	DANONE	15 454 662	4	24 184 779	56,49 %
FR0000120693	PERNOD RICARD	10 716 135	3	15 646 343	46,01 %
FR0000121014	LVMH	10 979 700	4	18 796 659	71,19 %
FR0000121220	SODEXO	11 119 068	3	16 927 830	52,24 %
FR0000121261	MICHELIN B	6 668 933	3	10 726 243	60,84 %
FR0000121485	PPR	8 046 804	1	8 046 804	0,00 %
FR0000121667	ESSILOR INTERNATIONAL	15 047 895	4	32 015 673	112,76 %
FR0000121709	SEB	3 556 106	4	8 548 562	140,39 %

FR0000121964	KLEPIERRE	654 410	1	654 410	0,00 %
FR0000121972	SCHNEIDER ELECTRIC SA	9 710 577	3	11 971 693	23,29 %
FR0000124141	VEOLIA ENVIRONNEMENT	3 830 202	1	3 830 202	0,00 %
FR0000125007	SAINT GOBAIN	7 331 062	3	9 698 032	32,29 %
FR0000125338	CAP GEMINI	566 500	1	566 500	0,00 %
FR0000125486	VINCI	12 762 730	1	12 762 730	0,00 %
FR0000127771	VIVENDI	16 096 837	2	16 848 051	4,67 %
FR0000130650	DASSAULT SYSTEM	4 166 499	4	13 201 095	216,84 %
FR0000130809	SOCIETE GENERALE	3 987 991	2	4 587 878	15,04 %
FR0000131104	BNP PARIBAS	12 876 978	3	16 839 292	30,77 %
FR0000131708	TECHNIP	8 294 638	2	9 020 111	8,75 %
FR0000133308	FRANCE TELECOM	6 821 483	2	8 465 169	24,10 %
FR0004254035	EULER HERMES	1 124 527	1	1 124 527	0,00 %
FR0010208488	GDF SUEZ	13 476 613	3	15 985 943	18,62 %
FR0010220475	ALSTOM RGPT	1 286 869	1	1 286 869	0,00 %
FR0010242511	EDF	1 809 048	2	2 167 545	19,82 %
FR0010372581	MEDICA	527 516	1	527 516	0,00 %
FR0010613471	SUEZ ENVIRONNEMENT	1 531 954	1	1 531 954	0,00 %
NL0000226223	ST MICROELECTRONICS	1 152 708	3	2 437 459	111,45 %
US0846707026	BERKSHIRE HATHAWAY CL. B	38 127 284	1	38 127 284	0,00 %

Source : Mission IGAS sur données CARMF - Valeurs de réalisation en euros.

Tableau 2 : Portefeuille obligations détenu en direct – comparaison entre investissements directs et réels

ISIN	Dénomination	Valeur de réalisation	Nombre d'occurrences	Valeur Consolidée	Ecart direct / réel
FR0000180994	AXA 3,75 % - 01/01/2017	1 600 817	6	19 873 147	1141,44 %
FR0010185975	AIR FRANCE 2,75 % - 01/04/2020	2 221 320	1	2 221 320	0,00 %
FR0010748905	CAP GEMINI 3,5 % 01/01/2014	1 989 000	6	9 227 367	363,92 %
FR0010751396	UNIBAIL-RODAMCO 3,5 % 01/01/15	452 500	5	7 363 915	1527,38 %
FR0010766295	EURAZEO-DANONE 6,25 % 10/6/2014	479 979	6	13 320 265	2675,18 %
FR0010771899	PUBLICIS 3,125 % - 30/07/2014	2 311 500	8	14 940 415	546,35 %
FR0010773226	PEUGEOT SA 4,45 % - 01/01/2016	2 302 080	9	10 526 216	357,25 %
FR0010814731	ARTEMIS/VINCI 4,25 % 01/01/2015	1 895 880	5	4 223 087	122,75 %

Source : Mission IGAS sur données CARMF - Valeurs de réalisation en euros – les obligations structurées sont exclues du portefeuille.

Pièce jointe n° 1 : Réponse du président de la CARMF

CAISSE AUTONOME DE RETRAITE
DES MÉDECINS DE FRANCE

GM – 503/2013

PARIS, le 28 JAN. 2013

Le Président,

Monsieur le Chef de l'IGAS

39-43 Quai André Citroën
75739 PARIS CEDEX 15

Monsieur l'Inspecteur Général,

Je vous prie de bien vouloir trouver en annexe à la présente lettre les observations de la CARMF sur le rapport provisoire de la mission concernant le contrôle des placements de notre Caisse.

J'avoue avoir été déçu à la lecture de ce document. Nous attendions des critiques constructives pour nous remettre en question et améliorer certains points, au lieu de cela tout est critiqué, sans discernement. Nos paroles et nos silences, ce qui est écrit et ce qui ne l'est pas, nos méthodes, nos actions, nos produits, etc, rien n'est bien. Pour arriver à tout critiquer il a fallu interpréter de manière tendancieuse ou erronée les textes, les appliquer avec effet rétroactif, parfois affirmer ce qui n'est écrit nulle part.

Dans ces conditions comment savoir où doivent porter nos efforts, si le plus important ne peut être distingué dans une critique systématique, de principe, l'inutile masquant l'essentiel ? Et si nous sommes si mauvais, quand je vois nos résultats occultés et que je compare avec de nombreux organismes, je me demande finalement si nous n'avons pas raison d'avoir tout faux !

Nous attendions surtout des critiques sur la stratégie globale de placements, l'allocation d'actifs, stratégique ou tactique, et les résultats sur la période considérée. Au lieu de cela, que lisons-nous dans le rapport et les recommandations ?

- de nombreuses remarques purement formelles sur les comptes rendus du Conseil d'Administration et de la Commission de Placements. Si les débats n'apparaissent pas, c'est que les décisions sont prises par consensus, et qu'il est très rarement procédé à des votes, De plus à quoi cela sert-il ?

- des critiques sur les insuffisances du règlement financier, pourtant conforme au décret de 2002 sur les placements,

- des remarques sur la mauvaise formation des administrateurs et les insuffisances du code de déontologie, comme si nos administrateurs étaient à la fois des demeurés incapables de comprendre la gestion financière et des délinquants financiers en puissance,

- des critiques de forme sur l'allocation stratégique alors que la Caisse à construit depuis plus de 15 ans une gestion actif-passif du régime complémentaire vieillesse fondée sur la répartition provisionnée avec une allocation stratégique d'actif constamment maintenue,

.../...

46, rue Saint-Ferdinand - 75841 Paris Cedex 17
Tél. 01 40 68 32 00 - Fax 01 40 68 32 40

- une interprétation extensive de la réglementation, l'affirmation d'un « principe de transparence » qui n'apparaît nullement dans le décret de 2002 et qui conduirait à considérer les OPCVM dédiés comme de la gestion directe, alors que le décret distingue précisément ces deux notions. Il en résulte des considérations erronées sur l'application de la procédure des marchés publics au choix des OPCVM, ou sur le classement des OPCVM dans les différentes catégories d'actifs, voire sur l'inéligibilité de certains actifs détenus,

- des analyses contradictoires sur le risque. La Mission reproche en même temps à la Caisse d'investir dans des produits trop risqués (sans démontrer en quoi ils le sont) et d'utiliser dans ses fonds des instruments de couverture,

- une incompréhension de la vision globale de la gestion financière de la Caisse et des moyens nécessaires à sa mise en œuvre. Plutôt que de critiquer les types de fonds utilisés, ou les investissements en actions des pays émergents, qui ne seraient pas conformes à la réglementation, la Mission aurait dû analyser leur pertinence et leur contribution aux objectifs de gestion financière,

- enfin, une absence totale d'examen des résultats de la gestion financière de la Caisse. Aucun paragraphe, aucun tableau, aucune annexe, ne font état des performances financières du portefeuille de la CARMF. C'est pourtant bien là la finalité de la gestion financière et le seul critère objectif pour juger d'une bonne gestion. Peut-être est-ce parce que c'était la seule chose qui ne pouvait être critiquée ou que cela aurait rendu les critiques inconvenantes ? Nos résultats ont toujours été supérieurs dans chaque classe d'actifs aux indices de référence, qu'ils baissent ou qu'ils montent. Pour la seule année 2012, la performance globale du portefeuille mobilier s'établit à + 12,5 %.

Globalement le contrôle s'est donc limité à un aspect formel et réglementaire de la gestion financière de la CARMF, alors que la lettre de Mission évoquait « la piste d'un élargissement de la liste des placements autorisés par le décret de 2002 ». Les interprétations réglementaires de la mission ne font que restreindre les possibilités d'action de la Caisse, alors qu'il faut au contraire lui permettre d'utiliser au maximum, dans des conditions de sécurité optimales, l'ensemble des instruments financiers destinés aux investisseurs institutionnels,

Veuillez agréer, Monsieur l'Inspecteur Général, l'assurance de ma considération distinguée.

Docteur Gérard MAUDRUX

Pièce jointe n° 2 : Commentaires de la mission sur la réponse du président de la CARMF

À titre liminaire, la mission regrette le ton utilisé par le président de la caisse dans sa lettre. Elle conteste fondamentalement le procédé utilisé par celui-ci consistant à déformer les constats formulés dans le rapport ainsi que le procès d'intention fait aux membres de la mission remettant en cause leur professionnalisme, voire leur probité.

Par exemple, sur la base de ses constats, le rapport a préconisé une meilleure formation des administrateurs et l'instauration de règles déontologiques plus strictes ; ces préconisations sont sans rapport avec le jugement méprisant que le président prête à la mission.

De même, s'agissant de l'analyse des placements de la caisse, la mission s'est attachée à la fois à la lettre et à l'esprit d'une réglementation dont la visée prudentielle impose une lecture rigoureuse destinée à protéger les intérêts des affiliés et ayants droit.

La mission a, par ailleurs, fait preuve tout au long de ses investigations, de courtoisie et de transparence. Ainsi, elle a soumis pour contradiction technique son analyse des fonds dédiés de la caisse, sans obtenir de réponse. Elle a donc été étonnée de constater les divergences dont a fait état la caisse dans ses réponses au rapport provisoire sur ce sujet, alors même qu'elle était en mesure de le faire trois mois plus tôt.

Au total, la mission regrette, au-delà du ton polémique des réponses, la faible appropriation de ses conclusions par la caisse.

Pour l'avenir, la mission rappelle que l'objet social d'une caisse de retraite est de verser des retraites, et c'est à l'aune de cet objectif – et sûrement pas du seul rendement de ses placements – que sa gestion, y compris financière, doit être jugée.

Il appartient donc au conseil d'administration de s'interroger, en premier lieu, sur sa doctrine de constitution et de consommation des réserves. S'agit-il d'une réserve de précaution, dans l'hypothèse où les cotisations ne seraient pas recouvrées au niveau prévu ? S'agit-il d'une réserve de lissage d'une bosse démographique anticipée par la caisse ? Dans tous les cas, quelle contrainte de charges futures la réserve doit-elle couvrir, et quel doit en être le montant ? De ce point de vue, la caisse peut s'appuyer sur un service statistique expérimenté lui permettant d'envisager plusieurs scénarios de déroulement de passif.

Cette réflexion la conduira naturellement à aborder le sujet de l'univers d'investissement qu'elle souhaite retenir, en relation avec le degré de technicité des administrateurs en matière comptable et financière : un univers restreint à des produits simples n'impose pas aux organes délibérants de détenir des connaissances pointues dans le domaine ; les univers larges impliquant par exemple des marchés et produits complexes comme les produits dérivés, les obligations structurées et convertibles ou les marchés émergents ou encore les stratégies de gestion dites alternative nécessitent des compétences en matière financière et comptable.

La question de la mise en œuvre de cette politique de placement se posera alors : la caisse souhaite-t-elle une gestion directe ou déléguée, et pour quelles raisons ? Détient-elle, en cas de gestion directe, les compétences internes suffisantes au regard de l'univers choisi ? Par exemple, si ses

services ne sont pas en mesure de gérer un patrimoine immobilier locatif d'habitation, est-il pertinent de maintenir ce type de biens dans son univers d'investissement ? S'agissant d'opérations complexes, le contrôle interne et l'audit interne de la caisse sont-ils bien calibrés pour assumer pleinement leur rôle ? En cas de gestion déléguée, quels éléments de mesure des risques et quel encadrement des gérants ? Quelles modalités et critères de sélection et de résiliation ? Quelle configuration pour les services ? Là encore, la question se pose de la cohérence entre les compétences des administrateurs, la complexité des fonds, leur stratégie et les modalités de leur suivi.

Ces éléments de réflexion, qui font écho les uns aux autres, devraient permettre d'arrêter une politique de placement, dont l'allocation stratégique, qui est aujourd'hui encore l'alpha et l'oméga de la caisse, ne constitue qu'un élément de déploiement opérationnel. Cette allocation stratégique, très dépendante de l'échéancier prévu des flux techniques, devrait s'inscrire dans le temps long et être définie, par exemple, tous les cinq ans comme le règlement financier de la caisse le prévoit d'ailleurs.

Enfin, il est primordial que les organes délibérants s'emparent de leur rôle de contrôle des services de la caisse en vérifiant la conformité de la mise en œuvre de la politique de placements à leurs décisions. À défaut, il incomberait à la tutelle d'exercer ce contrôle et de pallier les insuffisances du conseil d'administration.

La mission a compris que la perspective de résultats techniques déficitaires dès 2015 avait très récemment incité la caisse à faire une place plus grande aux contraintes de passif dans ses études d'allocation d'actif. Encore très insuffisante et imprécise, la démarche engagée mérite d'être encouragée et approfondie, ce qui passe, comme indiqué plus haut, par la définition d'une véritable politique de placement.

Pièce jointe n° 3 : Observations détaillées de la CARMF

CARMF
Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France

Janvier 2013

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

[8] 3ème phrase : « Les délégués élisent les administrateurs (au nombre de 25) qui agréent deux administrateurs proposés par le Conseil National de l'Ordre des Médecins et peuvent coopter jusqu'à 3 administrateurs ».

[9] 1ère phrase : Après qui s'appuie, ajouter « pour la gestion financière ».

Le service Immobilier a été renouvelé à hauteur de 50 % de ses effectifs entre 2011 et 2012.

[10] Le règlement financier n'a pas pour objet principal de définir l'allocation stratégique. L'allocation stratégique du régime complémentaire vieillesse part, depuis la réforme du régime intervenue en 1996, d'une analyse du passif à long terme, l'objectif étant de maintenir, dans le cadre d'un système de répartition provisionnée, des réserves constamment positives.

[11] L'objet du règlement financier n'est pas de définir l'allocation stratégique, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623-10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.

[12] Le règlement financier n'est entré en vigueur, conformément au décret n° 2002-1314 du 24 octobre 2002, qu'au 1er janvier 2004. La Caisse n'a pas attendu le règlement financier pour mettre en œuvre une gestion actif/passif et une allocation stratégique définie dès 1996 et portant sur une période de 40 ans. Cette allocation n'a pas été sensiblement modifiée, dès lors que les projections réalisées annuellement confirmaient son bien-fondé.

Depuis 2004, le rapport annuel sur les orientations générales de la politique de placement rappelle l'allocation stratégique de la Caisse, mais les orientations annuelles ne peuvent être que tactiques.

A aucun moment le décret de 2002 ne mentionne les termes « allocation stratégique ou tactique », et encore moins la gestion actif/passif, ces notions ayant été spontanément inscrites dans le règlement financier élaboré par la Caisse.

[13] La Caisse considère que cette observation porte plus sur la forme que sur le fond. La gestion actif/passif est effectuée en permanence.

[14] On ne peut pas demander à des médecins d'être des spécialistes de la gestion financière, qui devient de plus en plus complexe. Au-delà des grandes notions, la formation des administrateurs se fait de manière continue par les échanges avec les gestionnaires financiers.

[15] Le rôle du Conseil d'Administration n'est pas de « contrôler » la direction, mais de définir les orientations et de faire des choix. Tous les choix d'investissement sont faits par les organes délibérants (à l'exception de la gestion directe des actions et de quelques obligations convertibles, déléguée à la Direction).

[16] Dans un portefeuille diversifié, le « risque » individuel d'un actif ne doit pas être considéré isolément.

Le couple « rendement/risque du portefeuille » est le b-a-ba de la gestion financière, et même le moins averti des administrateurs connaît cette notion et sait qu'une action est plus « risquée » qu'une obligation.

La mesure du risque est également difficile, car elle utilise plusieurs notions (volatilité absolue ou relative [tracking error], value at risk, ratios divers…).

De plus, le risque est souvent calculé sur des données historiques et ne prend pas en compte des chocs extrêmes de marchés (cf 2008).

A aucun moment la Mission ne définit ce que devrait être le risque suivi par la Caisse, alors que l'allocation sratégique d'actifs de la CARMF utilise un concept précis (« value at risk »).

[17] Effectivement les priorités données au récent contrôleur interne se portent sur les activités métiers (cotisations, pensions); il abordera les gestions financières et administratives dans un second temps; mais il existe un système de contrôle interne au Service Gestion de Portefeuille (SGP) et entre ce service et l'Agence comptable.

[19] Contrairement à ce qui est indiqué par la Mission, les critères d'allocations d'actif ne sont pas des critères à court terme. La Caisse s'efforce au contraire d'analyser les performances (et le risque) sur des périodes longues (3 à 5 ans) aussi bien pour le choix des investissements que pour le suivi des actifs en portefeuille. En ce qui concerne les actifs « complexes », ils représentent une faible part des actifs de la Caisse, et en tout état de cause, font l'objet de valorisations extérieures.

Les obligations convertibles détenues par la CARMF ne présentent quant à elles pas de complexité particulière et font l'objet de nombreux échanges sur les marchés.

Quant aux actifs de couverture, leur maniement est à la portée des gestionnaires, mais la Caisse ne les met pas en œuvre, conformément à la réglementation. On voit mal comment la Mission a pu faire un « constat » d'incompétence pour des instruments que la Caisse n'utilise pas.

[20] D'après les règles du Code des marchés publics (5° de l'article 3), conformes à la directive européenne n° 2004-18 du 31 mars 2004, le choix des titres financiers est exclu des procédures d'appel d'offres des marchés publics. Or, l'article L 211-1 du Code Monétaire et Financier stipule que « les titres financiers comprennent : «… - 3 Les parts ou actions d'organismes de placement collectif ».

Les fonds dédiés sont des OPCVM de même nature que les fonds ouverts, et il n'y a aucune raison de les considérer différemment vis-à-vis des obligations des organismes soumis au Code des Marchés Publics ».

Sur le fond, une procédure d'appel d'offres ne garantit pas forcément le choix des meilleurs gérants. C'est pourquoi le choix de la Caisse s'est plutôt porté sur la sélection de gérants au vu des performances et de la volatilité des fonds en moyenne période.

Le critère des frais de gestion, s'il est important, ne doit pas être un élément déterminant dans le choix des gérants, car les performances permettant de les comparer sont nettes de frais.

[22] Dès lors que la Caisse définit elle-même son allocation d'actifs et investit dans des produits « purs » (actions, obligations ou convertibles) et non diversifiés, le choix des fonds n'a et ne doit avoir aucun rapport avec le passif. Une fois les objectifs de gestion

définis, la Caisse ne peut intervenir dans la gestion des fonds qui est de la responsabilité unique des gérants.

C'est là une différence fondamentale avec la gestion directe et il est incorrect de vouloir appliquer les mêmes règles à la gestion directe et à la gestion déléguée, ce que la règlementation ne fait d'ailleurs pas.

[23] Le « retraitement » des actifs obligataires faisant apparaître un pourcentage inférieur aux 34 % réglementaires résulte d'une interprétation pour le moins restrictive de la réglementation.

La Caisse, à l'instar de nombreux autres investisseurs institutionnels, considère que les obligations convertibles sont, comme leur nom l'indique, des obligations.

Par ailleurs, le fait de ne pas considérer les fonds obligataires comme éligibles au 5° de l'article R 623-3, en raison notamment de l'utilisation par ces fonds d'instruments financiers à terme, résulte d'une interprétation tout à fait subjective de cet article, l'objet de ces fonds étant bien « limité à la gestion d'un portefeuille de valeurs obligataires ». La Mission ne cite pas le renvoi à l'article R 623-6 qui vise les fonds de droit français régis par le Code des Marchés Financiers et l'AMF, l'utilisation d'instruments financiers à terme n'étant nullement prohibée. La Mission confond les termes « objet » et « instruments ». Les IFT contribuent à la réalisation de l'objet des fonds.

Enfin, la non admissibilité de certains fonds contractuels résulte d'un changement de réglementation d'août 2011, sur lequel la Caisse n'a été ni consultée, ni informée, point qu'elle a d'ailleurs soulevé spontanément auprès de la Mission. Les fonds contractuels analysés par la Mission ont été créés avant cette date, en conformité avec la règlementation.

[24] La Mission reproche à la Caisse de détenir « en termes d'OPCVM, une forte proposition d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct ». La règlementation l'autorise en effet, et à juste titre : comme il a déjà été indiqué, la détention d'OPCVM limite considérablement le risque par rapport à une gestion directe, ce qui devrait conforter la Mission dans ses préoccupations de maîtrise du risque. La Caisse ne gère en direct que les produits qu'elle peut totalement maîtriser (essentiellement les actions de grandes entreprises de la zone euro), les diversifications de classes d'actifs et géographiques étant assurées par les OPCVM qui présentent des garanties importantes ; conservation des titres et respect des règles de l'OPCVM assurés par des entités indépendantes des gérants, Commissaire aux Comptes, …, le rôle de la Caisse n'étant pas de se substituer à ces intervenants mais de surveiller l'efficacité de la gestion.

[33] <u>Dernière phrase</u> : ajouter à la fin « ou que l'intéressé ait liquidé tous ses régimes de retraite ».

[43] Les cotisations son assises sur les revenus (et non les honoraires) conventionnels.

[46] Ajouter après FORMMEL : «, puis FAC ».

[61] Le Conseil d'Administration ne contrôle pas le Directeur, mais définit les orientations et prend les décisions importantes, mises en œuvre par le Directeur.

[63] <u>Tableau 3</u> : ajouter le nombre 1 pour les bénéficiaires du régime invalidité-décès.

[66] « La Commission de Placements, qui se réunit … soit quatre à cinq fois par an ; ».

[74] La Caisse dispose des compétences nécessaires permettant d'évaluer les produits complexes, mais cela n'est pas nécessaire dès lors qu'elle intervient sur des marchés réglementés faisant l'objet soit d'une cotation officielle (bourses de valeurs), soit de transactions de gré à gré auprès de plusieurs intervenants, avec fourchette de prix d'achat

et de vente pouvant faire l'objet d'une mise en concurrence, soit pour les produits complexes, d'une évaluation par un tiers indépendant du gérant.

[81] Depuis 1996, **une part** de la cotisation est mise en réserve, 1/3 en 1996, part allant en s'amenuisant en raison de la démographie. Elle était de 16 % en 2011.

[82] Préciser, le Directeur est actuaire (au lieu de « dispose de compétences actuarielles »).

[83] Dernière phrase : Un homme a une tête secondaire de 6 ans plus jeune (au lieu de 7 ans).

[87] Le règlement financier, qui est entré en vigueur, conformément au décret 2002-1314 du 25 octobre 2002, au 1er janvier 2004 au lieu de « dont la dernière version est entrée en vigueur ».

[88] L'objet du règlement financier n'est pas de définir la politique de placements de la Caisse, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623-10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.

[93] L'objet du règlement financier n'est pas de définir l'allocation stratégique, mais de définir les procédures, les modalités de gestion et la déontologie (article R 623-10-3 du CSS). L'article 6 du règlement précise d'ailleurs les modalités de fixation par la Caisse de l'allocation stratégique.

[94] Le même article précise que « Avant les transmissions d'un ordre, les personnes habilitées vérifient la cohérence des cours de l'investissement financier traité ».

[95] Le 1er alinéa de cet article précise que « La Caisse détermine les classes d'actifs ou plus spécifiquement les actifs qui font l'objet d'une gestion directe ».

Ce choix n'est pas imposé et peut concerner aussi bien les actions que les obligations.

[100] La Mission reproche à la Caisse de détenir « en termes d'OPCVM, une forte proposition d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct ». La règlementation l'autorise en effet, et à juste titre : comme il a déjà été indiqué, la détention d'OPCVM, limite considérablement le risque par rapport à une gestion directe, ce qui devrait conforter la Mission dans ses préoccupations de maîtrise du risque. La Caisse ne gère en direct que les produits qu'elle peut totalement maîtriser (essentiellement les actions de grandes entreprises de la zone euro), les diversifications de classes d'actifs et géographiques étant assurées par les OPCVM qui présentent des garanties importantes ; conservation des titres et respect des règles de l'OPCVM assurés par des entités indépendantes des gérants, Commissaire aux Comptes, …, le rôle de la Caisse n'étant pas de se substituer à ces intervenants mais de surveiller l'efficacité de la gestion.

[101] La réglementation fait d'une manière précise, la distinction entre titres détenus en direct et OPCVM, avec des différences entre OPCVM obligataires (5° de l'article R 623-3), FCPR (6° de l'article R 623-3) et autres OPCVM (8° du R 623-3), ces derniers pouvant concerner toutes les catégories d'actifs.

[105] L'agent comptable exerce également un contrôle « a priori » sur les ordres d'achat et de vente qu'il contresigne.

[107] Effectivement les priorités données au récent contrôleur interne se portent sur les activités métiers (cotisations, pensions); il abordera les gestions financières et administratives dans un second temps; mais il existe un système de contrôle interne au Service Gestion de Portefeuille (SGP) et entre ce service et l'Agence comptable : manuel de procédures au S.G.P., séparation des tâches entre ordonnateurs et payeur, suivi et contrôle du respect des opérations avec les programmes décidés en commission ou en Conseil d'Administration, détails et synthèse des opérations réalisées trimestriellement, validés par

l'Agence comptable et présentés à chaque commission de placements aux administrateurs.

[113] Les administrateurs et les gestionnaires financiers ne doivent pas être considérés comme des fraudeurs en puissance et aucun code de déontologie, si détaillé soit-il, ne met à l'abri de fraudes, qui relèvent d'ailleurs de sanctions pénales.

Le signalement de faits suspicieux ou déontologiquement condamnables (commis par d'autres personnes) apporte une garantie supplémentaire.

La Caisse étant un investisseur institutionnel n'a accès qu'à des informations non privilégiées diffusées par les bureaux d'analyse en ce qui concerne les valeurs, ou par les sociétés de gestion et les économistes en ce qui concerne les tendances des marchés.

Le risque de délit d'initié est donc inexistant.

Quant aux voyages d'études, séminaires et autres colloques, ils ont toujours fait partie des politiques commerciales des entreprises en direction de leurs clients, et ce, dans tous les secteurs d'activité. Ce sont les organisateurs, et non les participants, qui en fixent le programme.

Dès lors qu'ils sont sans influence sur les choix d'investissements (le risque est absent dans la mesure où toutes les décisions d'investissements sont prises collégialement par la Commission de Placements), les voyages à l'étranger peuvent présenter un intérêt certain, et constituer une source précieuse d'informations sur l'économie ou la situation des marchés. Ils ne coûtent pas un euro à la Caisse et les refuser ne lui apporterait aucune contrepartie financière.

En ce qui concerne plus particulièrement les remarques figurant dans l'encadré (pourquoi d'ailleurs un encadré ?), les sujets abordés présentent bien un intérêt certain pour l'information financière de la Caisse. Par ailleurs, dans ses commentaires la Mission oublie les temps de transport. Le déplacement en Chine ne comptait qu'une journée à Pékin, comprenant la participation à une manifestation officielle organisée avec l'Ambassade de France (non précisée dans le programme).

[114] Le règlement financier n'est entré en vigueur, conformément au décret n° 2002-1314 du 24 octobre 2002, qu'au 1er janvier 2004. La Caisse n'a pas attendu le règlement financier pour mettre en œuvre une gestion actif/passif et une allocation stratégique définie dès 1996 et portant sur une période de 40 ans. Cette allocation n'a pas été sensiblement modifiée, dès lors que les projections réalisées annuellement confirmaient son bien-fondé.

Depuis 2004, le rapport annuel sur les orientations générales de la politique de placement rappelle l'allocation stratégique de la Caisse, mais les orientations annuelles ne peuvent être que tactiques.

A aucun moment le décret de 2002 ne mentionne les termes « allocation stratégique ou tactique », et encore moins la gestion actif/passif, ces notions ayant été spontanément inscrites dans le règlement financier élaboré par la Caisse.

[117] L'acquisition d'un vignoble, bien qu'en apparence très éloignée, répond aux mêmes critères que l'acquisition d'immeubles parisiens QCA :

- emplacement,
- qualité,
- bail à long terme.

L'acquisition faite par la CARMF présente, en effet, les caractéristiques suivantes :

- Emplacement exceptionnel dans le vignoble de Saint-Emilion, vignoble d'un seul tenant,

- Classement « grand cru classé » de Saint-Emilion confirmé en 2012. Un autre domaine géré par l'exploitant vient d'obtenir le plus haut classement de Saint-Emilion (1er grand cru classé A),
- Bail de 9 ans avec l'exploitant, avec un rendement certes faible, mais net et sans charges pour la Caisse (château et installations viticoles en parfait état, travaux à la charge de l'exploitant),

[118] La Caisse a pris de nombreuses précautions avant de réaliser l'acquisition, avec notamment les conseils d'experts et d'avocats spécialisés.

[119] En matière d'immobilier, chaque acquisition est un cas particulier. L'achat d'un vignoble pour le prix d'un immeuble parisien constitue une bonne diversification et s'inscrit dans la recherche d'une plus value à long terme.

Elle est aujourd'hui moins « risquée » que l'achat d'OAT à 10 ans, qui ne rapportent que 2 % par an, avec un risque de perte en capital si les taux d'intérêt remontent.

[120] L'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire de la Caisse, définie en 1996 est constamment réaffirmée depuis 2004 dans les rapports sur les orientations générales de la politique de placements votés chaque année par le Conseil d'Administration.

[121] La CARMF gère en direct un portefeuille d'actions de grandes capitalisations boursières de la zone Euro. Toutes ne sont pas membres du CAC 40. Par exemple, fin 2011, 14% d'actions étrangères et 10,7% d'actions françaises n'appartenant pas au CAC 40 soit un total de 24,7% hors CAC 40.

Cette prédominance des actions françaises s'explique par 2 raisons :

- une meilleure connaissance des valeurs françaises

- mais aussi une meilleure performance du CAC 40 par rapport à l'Eurostoxx 50 depuis quelques années ce qui a amené dans le temps à certains arbitrages (par exemple vente de ENI pour renforcer Total).

Notons que des valeurs telles que Allianz, Telefonica, Siemens, Santander, BBVA ou encore Nokia sont en portefeuille depuis des années. Plus récemment, il a été procédé au renforcement des valeurs allemandes (SAP, Linde) et à l'allègement en parallèle d'Air Liquide.

[122] La délégation de gestion d'une même classe d'actifs à plusieurs gérants répond à un souci de diversification et de réduction des risques. Dans ce cadre, chaque gérant est responsable de la gestion de son fonds, et toute tentative de coordination (d'ailleurs juridiquement interdite) annulerait cet effet de diversification.

Il est normal qu'un titre qui présente des qualités reconnues soit dans plusieurs portefeuilles.

Il est aussi normal qu'en matière de perspectives, les avis puissent diverger.

Pour les produits de taux, l''objectif est pour chacun des gérants la création de valeur ajoutée par rapport à un indice de référence (Exane Convertibles Index Euro) qui dans le cas précis comporte notamment la convertible Peugeot. Ainsi, les fonds ont une gestion active des positions, laquelle se retrouve également en gestion directe.

Concernant les positions sur le contrat à terme Bund (échéance mars 2012), un gérant peut, économiquement, soit détenir l'obligation allemande en portefeuille soit acheter un contrat future nécessitant moins de trésorerie et conserver les liquidités.

D’autre part, il est important de préciser que ces interventions peuvent avoir eu lieu sur différents niveaux de marché, où la vente chez un gérant se situe au-dessus du niveau d’achat chez un autre.

La gestion déléguée actions se base en premier lieu sur les résultats de l’allocation stratégique d’actifs qui repose sur les deux grands critères que sont la performance et la volatilité (mesure du risque). Cette allocation a été définie avec le concours d’Axa en 1996, revue en 2008, en 2009 et en mars 2010. Il en a résulté la recherche d’une diversification et internationalisation (introduction au fil du temps des émergents, des matières premières, de fonds « minimum variance », du Long/Short equity et enfin de fonds flexibles) du portefeuille en vue de réduire sa volatilité.

Sur une même zone géographique, par exemple l’Europe, il a été recherché des gestions actions n’ayant pas toutes la même méthodologie : par exemple certaines ont une gestion « croissance », d’autres « value » et/ou « rendement ». La Caisse a également investi sur des gestions Minimum Variance (Unigestion) qui vise à sélectionner les titres les moins volatils et dans des fonds flexibles qui font varier leurs expositions aux marchés actions.

[123] La CARMF n’investit pas sous la pression commerciale des promoteurs dits « à la mode » (création d’une poche Long Short début 2008). Elle cherche par l’investissement en gestion alternative à investir dans un souci de diversification et de décorrélation des performances et des risques.

Une étude portant sur l’intérêt de la gestion alternative a été produite en 2002, mettant en avant les propriétés de décorrélation des différentes stratégies aux classes d’actifs traditionnelles.

Les investissements en matières premières ont été proposés bien avant la crise de 2008 et les orientations de placements pour 2008 signalent pour 2009, le renforcement en Long/Short, en FCPR, en or et matières premières et en actions « classiques ».

La position sur les marchés émergents s’inscrit, depuis le début des années 2000, dans l’allocation stratégique et vise à capter la croissance dans ces zones géographiques.

[124] La diversification des fonds réduit le risque du portefeuille sur chaque classe d’actifs, répondant ainsi au souci exprimé par ailleurs par la Mission.

Compte tenu de la taille du portefeuille (supérieur à 4 milliards d’Euros) et du poids important des actions, il ne paraît pas inapproprié de diversifier la gestion auprès de 16 sociétés de gestion.

Par ailleurs, la CARMF sélectionne les fonds présentant un bon couple rendement/risque dans la classe d’actif envisagé.

[125] La CARMF a souscrit des obligations structurées à capital garanti pour se diversifier face au risque de remontée et des taux réels et de l’inflation.

[126] Les administrateurs ont toujours souhaité une gestion active et non benchmarkée, comme cela peut être vérifié dans le choix des fonds dédiés suite à l’appel d’offres de 2001.

Quant au taux de rotation des fonds dédiés, il est en général relativement faible. La CARMF recherche des gestions actives en vue de battre les indices sur moyen terme.

[130] La CARMF a défini une allocation stratégique bien avant le décret du 25 octobre 2002 et l’entrée en vigueur de son règlement financier au 1er janvier 2004, et ce avec un horizon très long (plus de 40 ans). L’horizon de l’allocation stratégique doit être aligné sur celui du passif, et ne peut être fixé arbitrairement à 5 ans.

[131] Les flux d'investissements programmés pour 2011 montrent bien la part privilégiée attribuée à l'immobilier, afin d'augmenter sa part globale dans l'ensemble des actifs.

[132] Une étude sur l'allocation stratégique d'actif a été réalisée en 2012. A partir de cette étude, le Conseil décidera en 2013 si l'allocation actuelle doit être maintenue ou modifiée.

[138] L'allocation retenue en 1996 pour le régime complémentaire et constamment réaffirmée comporte 15 % d'immobilier, 34 % d'obligations et par différence, 51 % d'actions.

[140] L'allocation effective à fin 2011 ne diffère que de 1 % de l'allocation stratégique (35 % d'obligations au lieu de 34 %).

[141] L'allocation effective ne s'est que très peu éloignée de l'allocation stratégique, compte tenu de l'allocation tactique reprise chaque année.

[142] Le règlement financier n'est entré en vigueur qu'au 1er janvier 2004, conformément au décret du 25 octobre 2002. On voit mal pourquoi l'allocation aurait dû être revue en 2001 puisque ces textes n'existaient pas.

En 2004, le premier rapport sur les modalités générales de la politique de placements, voté par le Conseil d'Administration, confirme l'allocation stratégique de 1996.

En 2008, une étude externe a confirmé la validité de cette allocation, qui a été maintenue en 2009 malgré la crise de fin 2008.

[146] Le règlement financier n'est entré en vigueur qu'au 1er janvier 2004, conformément au décret du 25 octobre 2002. On voit mal pourquoi l'allocation aurait dû être revue en 2001 puisque ces textes n'existaient pas.

En 2004, le premier rapport sur les modalités générales de la politique de placements, voté par le Conseil d'Administration, confirme l'allocation stratégique de 1996.

En 2008, une étude externe a confirmé la validité de cette allocation, qui a été maintenue en 2009 malgré la crise de fin 2008.

[149] Une étude sur l'allocation stratégique d'actif a été réalisée en 2012. A partir de cette étude, le Conseil décidera en 2013 si l'allocation actuelle doit être maintenue ou modifiée.

[152] Les résultats de ces études ont été présentés en Commission de Placements.

[153] La prestation étant gratuite, elle n'avait pas à faire l'objet d'un marché.

[154] Les résultats de cette étude ont été présentés au Comité Restreint de Placements du 19 octobre 2012 et serviront à préciser l'allocation stratégique qui sera soumise au vote du Conseil d'Administration.

[155] La situation de la CARMF n'est pas comparable à celle d'un assureur.

Un assureur dont les fonds propres (soit 10 % des placements) disparaîtraient à horizon 1 an serait en faillite. Une baisse de 10 % des réserves à horizon 1 an ne mettrait nullement la CARMF en cessation de paiement.

[156] Le passif de la CARMF apparaît au contraire au centre de l'étude, les flux financiers annuels présentés ayant été communiqués au prestataire. Par ailleurs, ce passif n'est pas fixe mais recalculable en fonction des cotisations et des prestations, avec l'objectif d'ajustement réciproque de l'actif et du passif.

[157] Dès lors que le passif à une duration importante, il est normal que l'allocation comporte une proportion élevée d'actifs risqués. La CARMF a un profil de fonds de pension et non d'assureur.

[160] Même si les comptes rendus peuvent laisser penser le contraire, le temps consacré par la Commission de Placements, qui regroupe une proportion importante des administrateurs, aux sujets mobiliers est beaucoup plus important (1 séance entière) que celui consacré par le Conseil d'Administration aux questions immobilières (½ heure à 1 h maximum).

[167] Le compte rendu comporte à la fois des décisions d'achats et de ventes.

[169] La Commission de Placements examine toujours au préalable des décisions, le reporting de la gestion directe et des différents fonds. Cet examen conduit la Commission à décider une surveillance de certains fonds ou même leur vente.

[170] Les décisions de la Commission de Placements sont en général prises, après discussion, par consensus, ce qui fait qu'aucun vote n'apparaît au compte rendu.

[171] Le taux de rendement interne n'est utilisé que pour estimer la rentabilité des immeubles détenus en portefeuille, pour permettre une comparaison avec celle des valeurs mobilières, ou en cas de vente (avec différentes hypothèses de prix de vente).

Il n'est pas utilisé lors des acquisitions où seul le rendement (loyer/prix) est utilisé, entre autres indicateurs.

[174] Depuis début 2011, les fiches de présentation des fonds immobiliers font notamment référence au type de risques gérés par ces fonds (Core, Core +, Value Added ou « Opportunistic ») en référence à un document détaillant les différentes caractéristiques (nature juridique, type de capital, couple rendement-risque, durée de vie, etc…) des fonds immobiliers présentés au Conseil d'Administration du 18 juin 2011.

Par ailleurs, il est prévu qu'une proposition stratégique reprenant 3 grands types de critères de sélection doit faire l'objet d'une présentation à un prochain Conseil d'Administration pour discussion et validation afin de pouvoir reprendre les analyses de prises de participation dans des fonds à partir du 2ème trimestre 2013. Ces trois types de critères sont détaillés ci-après :

- caractéristiques du fonds (fonds ouvert ou fonds fermé, durée du fonds, typologie de risque, nature juridique et fiscale, effet de levier, …),
- stratégie du fonds et coût financier (typologie d'actifs, positionnement immobilier, niveau des honoraires, …),
- références du gestionnaire (montant global des actifs gérés, ancienneté, composition des équipes, alignement d'intérêt, …).

[177] Aux différents Conseils d'Administration d'avril, il est systématiquement présenté un détail de différents éléments par immeuble, notamment des taux d'occupation, des T.R.I prévisionnels ainsi que des recettes locatives de l'exercice. Depuis fin 2011, il est présenté au Conseil d'Administration de début d'année la synthèse de l'activité de l'exercice précédent faisant apparaître l'ensemble des éléments liés aux achats et aux ventes d'actifs.

Par ailleurs, dans le cadre des Conseils d'Administration, les Administrateurs sont régulièrement informés de l'évolution et de l'issue des décisions prises en matière d'investissements.

[178] Les documents transmis aux membres de la Commission sont des documents de référence auxquels les administrateurs peuvent se reporter en cas de besoin ou de question particulière.

Seuls quelques documents font l'objet d'une présentation (avec projection de transparents) et d'une discussion :

- reporting des principaux fonds,
- tableau des propositions d'achats ou de ventes,
- fiches individuelles des produits proposés à l'achat.

Concernant le troisième point, sur le portefeuille d'obligations convertibles, la note évoquée a fait l'objet d'une présentation orale permettant de fournir les explications techniques à la bonne compréhension du mécanisme de couverture envisagé.

[179] Les administrateurs sont détenteurs de toutes les fiches des fonds déjà détenus en portefeuille mentionnant notamment la volatilité et les frais de gestion.

[183] L'ordre du jour de cette réunion portait sur l'allocation stratégique d'actifs et la notion de risque a bien été abordée à la demande de plusieurs administrateurs.

[184] Le seul examen des supports de formation ne permet pas de porter un jugement sur le déroulement et la qualité d'une formation.

[186] L'allocation stratégique est définie en fonction d'un objectif de rendement et de risque associé. D'un point de vue théorique, pour un niveau de risque maximum accepté, l'allocation doit maximiser le rendement, c'est-à-dire qu'elle doit se situer sur la frontière efficiente de Markowicz. En l'occurrence, la « value at risk » apparaît comme le meilleur indicateur de niveau du risque pour un portefeuille global.

C'est d'ailleurs, même si les paramètres sont différents, celui utilisé en assurance dans le cadre de la directive SOLVABILITE 2. La Mission le critique, mais n'en propose pas d'autre.

[187] Les extraits mentionnés par la Mission sont ceux du rapport d'orientation sur la politique de placement qui résument la présentation et les motivations des différents choix : A la lecture, les choix et leurs motivations n'apparaissent pas « inaccessibles ». On peut en retenir deux éléments qui répondent au souci de maîtriser le risque :

- la création d'un fonds de couverture pour les obligations indexées sur l'inflation (CA du 30 janvier 2010),
- la recherche d'une diversification destinée à lisser la volatilité de la partie obligataire (CA du 26 juin 2008).

[188-189] Dans le cadre de l'allocation stratégique (majoritairement actions), ces propositions d'allocation tactique tenaient compte de la situation des marchés début 2008 et des perspectives respectives des actions et des obligations.

[190] Le Conseil ou la Commission de Placements n'ont pas pour rôle de contrôler les décisions de la Caisse mais de définir les orientations et de décider des investissements. La composition du portefeuille est communiquée régulièrement aux administrateurs. Quant à la ventilation des actifs, elle est suivie régulièrement par l'Agent Comptable.

La question du risque de change est effectivement importante. Plutôt qu'une couverture ou une non couverture systématique, le Caisse a choisi de couvrir ponctuellement certains fonds du portefeuille et des décisions ont été prises dans ce sens par la Commission de Placements.

[194] Le plan comptable unique des organismes de Sécurité sociale (PCUOSS) est imposé par la CNAVPL dans sa relation avec la Mission Comptable (MCP/DSS), pour le régime de base et les régimes complémentaires ; la circulaire N° DSS/MCP/2010/347 du 20/09/2010 ayant pour objet les modalités d'application du PCUOSS et faisant référence aux articles L.114-5 et D.114-4-1 du CSS définit l'organisme comme terme générique pouvant être

"une branche" , "un régime" ,"caisse" ou "section" "assurant en tout ou en partie la gestion d'un régime obligatoire d'assurance"....."vieillesse"...
Par ailleurs le Mémento Francis Lefebvre comptable 2012 (référence 230-11-7) précise bien que ce plan comptable unique est applicable aux organismes d'assurance vieillesse des professions libérales (même secteur professionnel et même branche).

[195] Effectivement les plus ou moins values sur le portefeuille-titres sont comptabilisées en comptes financiers (N° 667 ou N° 767), "en raison de leur rotation relativement fréquente" comme la mission l'a noté ; ce schéma d'écriture comptable est appliqué par les sections de la CNAVPL, les comptes sont consolidés ainsi et transmis par la CNAVPL à la Mission Comptable (MCP/DSS) sous cette forme, qui privilégie la nature financière de ces opérations au détriment des comptes exceptionnels. La CARMF pourrait préciser cette présentation comptable dans l'annexe de ses comptes.

[199] Le Conseil d'Administration a souhaité, lors de la réforme de 1996, employer le terme « provisions » plutôt que « réserves », pour montrer justement que ces sommes n'étaient pas de simples excédents non affectés, mais servaient à couvrir les engagements de retraite, dans le cadre d'une « répartition provisionnée », même si cette couverture n'est que partielle. Cette notion a été définie dans les statuts du régime complémentaire (article 3), approuvés par arrêté.

[200] La situation est différente pour les obligations convertibles et les FCPR.

Les obligations convertibles sont des entités juridiques qui forment un tout. Même si on peut décomposer le prix en une partie obligataire et une partie optionnelle, on ne peut pas acheter ou vendre séparément les deux parties. Intégrer l'option en hors bilan reviendrait à la comptabiliser deux fois.

Pour les FCPR, il y a effectivement un engagement initial global, mais en pratique, les fonds ne son pas appelés à 100 % et font l'objet de remboursements avant leur terme.

[201] Les obligations convertibles sont des entités juridiques qui forment un tout. Même si on peut décomposer les provisions en une partie obligataire et une partie optionnelle, on ne peut pas acheter ou vendre séparément les deux parties. Inscrire l'option en hors bilan reviendrait à la comptabiliser deux fois.

[203 à 206] Lors de l'acquisition des obligations convertibles, la CARMF en connait toutes les caractéristiques, dont l'éventualité d'un remboursement au gré de l'émetteur ou du porteur, tout comme s'agissant d'obligations d'entreprises d'une façon générale.

Le passé obligataire a connu les emprunts « à fenêtre » donnant des droits à l'émetteur et au porteur.

[207] Les sommes restant à investir sur les FCPR sont difficiles à suivre précisément, certains gérants eux-mêmes ne sachant pas, en cas de remboursement (désinvestissement) durant la vie du fonds, si ces sommes seront réinvesties ; on ne peut donc informer que sur des engagements estimés ou maximum ; l'Agent comptable communique cette information, extra-comptablement (globalement et en détail par support) à chaque commission de placements.

En outre, le montant des engagements sur les FCPR au 31/12/2011, estimé à 28 millions d'euros représente moins de 1 % des placements et ne semble donc pas une information pertinente aux utilisateurs des comptes de la CARMF. L'Autorité des normes comptables (ANC) recommande de cibler l'information susceptible d'être utile aux lecteurs des comptes dans le but d'alléger le poids des annexes comptables des entreprises.

[209] Obligation de mise en concurrence

L'article L 211-1 du Code Monétaire et Financier énumère la liste des instruments financiers :

« I. - Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.
II. - Les titres financiers sont :
1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.
III. - Les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».

Les OPCVM font donc partie des instruments financiers et même expressément des titres financiers comme les actions et les titres de créance, et il n'existe aucune raison de traiter différemment ces différentes catégories dans la réglementation des marchés publics, et encore moins de faire une différence entre OPCVM ouverts et dédiés.

La réglementation financière applicable à la CARMF, en l'occurrence l'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale, qui traite des OPCVM dont la détention est autorisée, renvoie expressément au Code Monétaire et Financier.

La Caisse s'appuie donc sur une interprétation stricte de la réglementation, et c'est à bon droit qu'elle exclut le choix de ses OPCVM de la procédure des marchés publics.

Ceci n'exclut pas une large consultation des gérants.

La CARMF a procédé à deux séries d'appels d'offres pour le choix de ses fonds actions : en 2001 avec la décision de créer plusieurs fonds dédiés et en 2002 pour le choix de fonds actions USA. Ce dernier a conforté le choix antérieur sur la gestion américaine de SGAM qui avait été sélectionné en 2001 et a distingué la gestion américaine de Merril Lynch dont le fonds ouvert a été sélectionné.

Pour tous les autres fonds dédiés, il s'agit de la transformation de fonds ouverts performants gérés par les mêmes équipes en fonds dédiés, le but étant en outre de réduire les frais de gestion.

[210] La position de la Mission ne se fonde que sur une interprétation subjective, et parfois erronée des textes.

La référence à l'article 29 du Code des marchés publics est tronquée. En effet, le point 6 de cet article (qui concerne les marchés soumis aux règles du Code) dispose :

« 6 – Services financiers : services d'assurances, services bancaires et d'investissement, sous réserve des dispositions des 3° et 5° de l'article 3 ».

Or, le 5° de l'article 3 (marchés exclus) précise :

« 5° - 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 ».

Le Code des Marchés Publics ne donne aucune définition des titres ou instruments financiers, et il n'en n'existe nulle part ailleurs que dans le Code monétaire financier.

La référence à ce Code est donc incontestable.

Contrairement à ce qu'indique la Mission, l'exception du 5° de l'article 3 du CMF ne vise pas « à titre principal l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur », mais seulement à titre secondaire.

Les « opérations d'approvisionnement en argent » visent en fait, pour la CARMF qui est pouvoir adjudicateur au sens des marchés publics (article 2), les relations bancaires pour la gestion de la trésorerie.

Sur le fond, il existe de nombreuses différences juridiques entre un OPCVM, titre financier, et un mandat de gestion, qui, lui serait justifiable des marchés publics, et pour n'en citer que quelques unes :

- l'OPCVM peut être vendu à tout moment alors qu'un mandat est généralement conclu pour une durée déterminée,

- l'OPCVM, entité juridique, est comptabilisé sur une seule ligne dans les comptes de la CARMF alors qu'avec un mandat, tous les titres doivent être comptabilisés,

- les frais de gestion sont imputés sur la valeur liquidative de l'OPCVM, alors qu'ils sont payés par l'investisseur en cas de mandat

[211] Comme l'a indiqué par ailleurs la Mission, les services rendus à la CARMF pour réaliser ses opérations de placement (Conseil financier et comptable, fonction d'information financière), mais qui ne sont pas liés au choix des OPCVM, font l'objet de marchés.

[212] La Mission fait porter ses observations sur les fonds dédiés. On voit mal pourquoi elle fait une différence entre fonds dédiés et fonds ouverts qui ont la même nature juridique.

[213] L'état de gestion des valeurs mobilières, intégré au dossier de Commission de Placements, fait figurer les niveaux de frais de gestion des différents OPCVM dans la colonne « FG TTC » du portefeuille de la CARMF. Ils sont donc communiqués aux Administrateurs.

[214] La CARMF a confié fin 2012 à un consultant externe une mission d'audit sur les frais de gestion de ses différents fonds dédiés, qui lui permettra en 2013 de renégocier, le cas échéant, le niveau de ces frais.

[215] La différence de niveaux de frais entre les fonds dédiés et les fonds ouverts, qui était sensible au départ, s'est atténuée depuis que des rétrocessions de frais sont possibles avec les fonds ouverts. L'intérêt des fonds dédiés n'est pas seulement financier : les impératifs de gestion peuvent mieux « coller » aux besoins de la Caisse, le suivi de gestion et le reporting peuvent être plus détaillés.

Concernant les OPCVM de taux, les montants de frais de gestion indiqués intègrent pour les fonds dédiés, les frais de transactions et commissions de mouvements, ce qui n'est pas le cas pour les fonds ouverts où apparaît seulement le total des frais de gestion financière, dépositaire et valorisateur.

Pour les actions, les frais de gestion sur un fonds dédié émergents et sur deux fonds petites et moyennes valeurs Euro(pe) et un fonds Long/Short présentent par nature des frais plus élevés qu'un fonds indiciel ouvert, fonds indiciel qui représente 17 % des fonds ouverts avec 0,20 % des frais. Ce dernier fait donc baisser la moyenne des frais des fonds ouverts. Si on enlève ce fonds indiciel peu chargé, les frais des fonds ouverts s'élèvent à 1,3 % soit nettement plus que les frais des fonds dédiés.

[216] Les frais de gestion ne peuvent être comparés qu'à situation des actifs identique.

Une forte proportion d'actions augmente les frais de gestion moyens. Les frais d'une gestion active sont supérieurs à ceux d'une gestion indicielle, mais avec des

performances nettes supérieures. La diversification géographique ou sectorielle conduit à des frais de gestion plus élevés.

[217] Même si elle ne procède pas à des consultations générales, la Caisse procède à une consultation de plusieurs gérants avant chaque choix d'investissements, et négocie notamment les frais de gestion (pour les fonds dédiés) et les rétrocessions (pour les fonds ouverts). Ses choix ne sont absolument pas dictés par la politique commerciale des gérants et les frais de gestion des sociétés que la Mission cite ne sont pas plus élevés que ceux de leurs concurrents.

Les fonds dédiés actions non créés après un appel d'offre correspondent à la transformation de fonds ouverts très performants gérés par les mêmes équipes dans lesquelles la Caisse a bien sûr confiance.

[218] La valorisation des actifs par la Caisse n'est pas nécessaire dès lors qu'il existe un marché où les fourchettes de prix peuvent être confrontées et où les offres peuvent être mises en concurrence.

C'est notamment le cas pour les obligations convertibles.

Pour les produits structurés, la valorisation est effectuée par un (ou deux) valorisateur indépendant du gérant.

Le portefeuille de la CARMF est valorisé au minimum hebdomadairement en valeur de marché. L'analyse de la cohérence de l'évolution des prix fait donc l'objet d'un suivi (relativement au comportement du sous-jacent).

[219] Dans l'exemple présenté par la Mission, le gérant du fonds n'est pas le « vendeur » de l'option puisque celle-ci se négocie sur un marché spécifique.

Puisque la gestion est déléguée, c'est au gérant et non à la CARMF de rechercher les meilleures conditions de marché. En l'occurrence, les hypothèses envisagées étaient multiples.

[220] Le modèle de Black et Scholes (1973) est le modèle standard utilisé pour évaluer les prix d'options simples. Pratique d'utilisation, il est bien connu des professionnels de marché. Depuis la publication de l'article d'origine, il a toutefois subi de nombreuses critiques qui portent essentiellement sur les hypothèses (et donc sur la validité théorique du modèle lui-même) et une certaine inadéquation des résultats issus du modèle et les prix de marchés effectivement cotés (qui exige une adaptation raisonnée des résultats du modèle).

[222] Il n'a pas été proposé de montage à la Commission de Placements, mais un choix entre une couverture ou une non couverture, avec des espérances de rendement en fonction de différentes hypothèses d'évolution du marché des actions. La Commission a été en mesure de choisir (la non couverture) avec des données synthétiques sur les avantages et inconvénients de chaque solution, ce qui correspond au souci de la Mission.

[223 et 224] Le prix des obligations convertibles est fixé par le marché et peut s'écarter des évaluations théoriques. Pour un gérant expérimenté, la « fair value » peut être estimée à partir de quelques indicateurs simples sans modèles théoriques complexes.

Les transactions portant sur les lignes d'obligations convertibles détenues en direct ont fait l'objet d'une mise en concurrence d'au moins deux brokers. Pour ce qui concerne les OPCVM d'obligations convertibles détenus par la CARMF, les gérants sont reconnus par la place pour leur professionnalisme.

Du 31décembre 2005 au 31 décembre 2011, la performance du portefeuille d'obligations convertibles détenues en direct ressort sur la période à +18,53 % contre +2,17 % pour l'indice Exane Convertibles Index Euro.

[230] Concernant l'indice Euro Vol Target 25 qui est accessible sur Bloomberg (ticker SGMDEVTI Index), la Société Générale définit les règles et méthodes de calculs de l'indice, tel qu'énoncé dans la term sheet, Standard & Poor's étant l'agent de valorisation qui publie les niveaux de l'indice en accord avec les règles.

[231] Les produits structurés font l'objet d'un suivi hebdomadaire de la valorisation. Il s'agit d'obligations de droit français, libellées en euro, et garanties en capital dont l'encours à fin 2011 s'élève à 31,3 M€ (environ 2% de la poche obligataire RCO + ASV).

[232] L'objectif de la CARMF est bien de maximiser le rendement, avec un risque maîtrisé.

[233] La théorie financière à laquelle la Mission fait souvent référence, montre que la décorrélation diminue le risque global du portefeuille, qui peut être inférieur à la moyenne du risque de chacun de ses composants.

En revanche, le rendement moyen global est bien la moyenne pondérée de chacun de ses composants.

On peut donc en diversifiant un portefeuille accroître son rendement en diminuant son risque.

[236] Renvoi 29 : il s'agit du Conseil d'Administration du 30 janvier 2010.

L'extrait cité par la Mission fait partie du rapport d'orientations sur la politique générale des placements en 2010 et concerne la politique mobilière suivie en 2009. L'allocation tactique y est rappelée par ailleurs, ainsi que les montants indicatifs d'investissements, conformes à l'allocation stratégique.

[237] La stratégie immobilière de la CARMF a été formalisée suite à ce rapport d'audit, étant précisé que l'allocation stratégique avait été fixée dès 1996.

[239] L'acquisition d'un vignoble, bien qu'en apparence très éloignée, répond aux mêmes critères que l'acquisition d'immeubles parisiens QCA :

- emplacement,
- qualité,
- bail à long terme.

L'acquisition faite par la CARMF présente, en effet, les caractéristiques suivantes :

- Emplacement exceptionnel dans le vignoble de Saint-Emilion, vignoble d'un seul tenant,
- Classement « grand cru classé » de Saint-Emilion confirmé en 2012. Un autre domaine géré par l'exploitant vient d'obtenir le plus haut classement de Saint-Emilion (1er grand cru classé A),
- Bail de 9 ans avec l'exploitant, avec un rendement certes faible, mais net et sans charges pour la Caisse (château et installations viticoles en parfait état, travaux à la charge de l'exploitant),

Les vignobles de qualité sont depuis toujours et dans le monde entier reconnus comme de bons placements, recherchés, aux résultats supérieurs à tout autre produit tant en ce qui concerne la performance que le risque. La CARMF cherchant à diversifier ses investissements pour diminuer les risques, surtout après les crises de 2002, 2008, 2011 a pu saisir une opportunité. La décision a été prudente et mûrement réfléchie comme ne l'a été aucun autre placement, ce que montrent les nombreux Conseils d'administration, séminaire, visites et études de différents intervenants internes et externes.

Une fois la décision prise, ce placement ne pouvait être classé que dans l'immobilier, car composé de foncier, bien isolé dans le montage. Quant à la marque, elle ne peut être détachée, et en quoi est-ce interdit ? Acheter des actions LVMH, Hermès, Michelin, c'est

aussi acheter une marque. L'état, les collectivités achètent également des marques en rachetant des sociétés, de même que les sociétés achetées dans les FCPR. Enfin l'achat direct est mieux contrôlé et moins coûteux que l'achat de fonds viticoles achetés par d'autres institutionnels et tout aussi autorisés.

[243] Il n'est pas fait référence à chaque Commission de Placement à l'insertion du produit proposé dans le cadre général de la stratégie de placement ou de l'allocation stratégique mais ce travail est effectué en interne avant propositions. Le risque est pris en compte par l'analyse de la volatilité des OPCVM et par la recherche d'une gestion diversifiée. La CARMF attache une importance particulière à la société de gestion (structure et équipes) et au style de gestion du fonds car elle veut une gestion active et non benchmarkée.

Les chiffres de volatilité indiqués sur les fiches synthétiques de chaque fonds correspondent à des chiffres en pourcentage (source Europerformance la plupart du temps) et non en valeur absolue (le sigle % étant parfois absent).

Les exemples cités sont des éléments qualitatifs qui viennent compléter les données quantitatives (performance pluriannuelle et volatilité) et expliquent le « style de gestion » des gérants. Il est souvent intéressant de mixer, dans un portefeuille, des styles de gestion différents : quantitatif, croissance, valorisation, opportuniste…..

Ces choix de fonds s'inscrivent bien entendu dans le cadre de l'allocation tactique et des montants d'investissements décidés chaque année par le Conseil d'Administration dans le rapport sur les orientations générales de la politique de placements.

[244] S'agissant de proposer la création d'un fonds dédié investi en obligations d'entreprises, la CARMF avait analysé 16 propositions différentes, sachant que pour certaines figurait une remarque ayant attrait à la personnalité d'un gérant ayant déjà œuvré pour la CARMF (Frédéric Salmon précédemment chez Natixis).

[250] Les actions détenues en direct ont certes pâti des crises de 2008 et 2011. Il est à noter cependant que d'importantes ventes ont eu lieu avant le krach de 2011 (50 millions d'euros). La part de la détention en direct n'est pas en forte croissance depuis 2010-2011 comme indiqué dans le tableau (2009 : 9,97 % ; 2010 : 10,18 % ; 2011 : 7,93 %).

[257] La part des actions détenues en propre a baissé depuis 2006 passant de 15,9% (et non 16,7%) du portefeuille mobilier à 7,93% (et non 11,8%) en 2011 en valeur de réalisation. Cette situation est certes imputable en partie aux crises financières (2008 et 2011) mais aussi aux ventes importantes réalisées avant les krachs notamment en 2011 (ainsi que dans le régime ASV -70 millions Euros en raison du déficit technique-).

De plus, conformément au rapport sur les orientations générales de la politique de placements en 2007, la Commission avait prévu la vente de 100 millions Euros en gestion directe (sur le régime complémentaire) pour se porter sur les OPCVM. La baisse de la détention des actions en direct en 2008 est due à la baisse des marchés mais aussi à des ventes importantes.

[260] Le tableau 12 reprend la ventilation des placements RCO et ASV fournie par la CARMF, à la fin de chaque exercice, de 2006 à 2011.

Le total mobilier de chaque fin d'exercice est obtenu en additionnant les valeurs mobilières (y compris les OPCVM monétaires gérés par l'Agence comptable majorés du trimestre de prestations qui avait été déduit dans la ventilation des placements) des régimes RCO et ASV. Or, si les totaux mobiliers des années 2007, 2009 et 2010 sont conformes aux chiffres des ventilations fournies, il apparait que le total mobilier de l'année 2011 est erroné. En effet, il semble que le régime ASV ne soit pas inclus. Ainsi, le total mobilier 2011 affiché à 4 116 608 216 euros serait en réalité de 4 630 306 182 euros.

Concernant l'année 2006, le total mobilier de 4 837 530 185 euros ne semble pas correspondre aux ventilations. En utilisant la même méthode que pour les autres exercices, le total mobilier devrait être de 4 323 832 218 euros et non 4 837 530 185 euros. Il est à noter également que ce total mobilier est composé d'un total OPCVM de 4 032 272 902 euros et d'un total hors OPCVM de 805 257 283 euros. Or, le total OPCVM du tableau 14 ([262]) est différent de celui du tableau 12 (uniquement pour l'exercice 2006 : différence de 50 millions d'euros).

Enfin, notons que les parts de FCPR ont été intégrées dans la catégorie hors OPCVM.

[261] Le graphique 3 se rapporte au paragraphe 260 et non 261, et au tableau 12 (voir observations sur paragraphe 260).

[262] Les administrateurs ont souhaité début 2010 la réduction du nombre de lignes d'OPCVM.

Tableau 14 : mêmes observations que pour le tableau 12 (cf observations sur paragraphe 260).

[263] Pour les actions, il faut noter que la CARMF possède plusieurs fonds de fonds dédiés qui regroupent un nombre relativement important de fonds ouverts et qui de ce fait sont d'un montant conséquent (exemple valeur boursière de R-MF Multi Actions Europe Diversifiées de 398 millions Euros au 30 décembre 2011).

[266] L'univers d'investissement des OPCVM est toujours défini dans les prospectus. Un benchmark est toujours précisé sauf pour les fonds Comgest, AFPVVM et R-MF Grandes Valeurs Long Terme. Ces fonds visent à un accroissement de la valorisation de l'actif sur le long terme.

Les prospectus indiquent les risques auxquels sont soumis les fonds ; par exemple pour R-MF Mutli Actions Europe Diversifiées : risque de perte en capital, risque de change, risque de taux, risque lié à l'utilisation des instruments financiers à terme, risque que la performance de l'OPCVM ne soit pas conforme à ses objectifs.

[267] Les prospectus sont établis conformément aux règles édictées par l'AMF, qui impose. une présentation standard.

La CARMF a toujours créé des fonds dédiés conformes à la réglementation de 2002 sans pour autant la citer explicitement.

[268] Le fonds AFPVVM est un fonds à procédure allégée investi principalement sur les petites valeurs de la zone Euro non benchmarké et qui de ce fait recherche la valorisation de ses actifs sur le long terme.

[269] Les commentaires de la Mission traduisent une méconnaissance des styles de gestion des différents gérants.

« L'argumentaire verbeux » évoqué apparaît très clair quant au style de gestion : valeur de croissance et analyse fondamentale des sociétés.

Les gérants sélectionnés par la CARMF sont pour la plupart des « stock pickers » (« sélectionneurs de valeurs ») ce qui par définition leur laisse une grande marge de choix des valeurs à sélectionner. La très grande majorité des fonds de la place sont des fonds de cette catégorie qui s'appuient sur l'analyse fondamentale très approfondie des sociétés (analyse bottom up) et de ce fait recherche les entreprises de qualité. Les reporting écrits mensuels des fonds dédiés et les reporting oraux avec les gérants (conformément aux conventions de gestion) permettent de suivre de près la gestion au ligne à ligne des fonds.

[270] La citation tronquée utilisée par la Mission omet de préciser l'élément essentiel à savoir que la gestion du fonds repose sur un modèle quantitatif de sélections de valeurs.

Le fonds USA BNP PAM est géré suivant un modèle quantitatif qui est ensuite contrôlé par les gérants afin de prendre en compte d'éventuelles anomalies ou évènements modifiant la stratégie des sociétés (changement important des activités, de managers,…).

[271] Les commentaires de la Mission traduisent là encore une méconnaissance des différents styles de gestion : les citations signifient simplement que la gestion ne se fait pas en référence à des indices sectoriels, géographiques ou de tailles de capitalisation.

Comme indiqué précédemment, les gérants sont des « stock pickers » c'est-à-dire qu'ils choisissent les sociétés présentant selon eux les meilleurs fondamentaux et perspectives en tenant compte des opportunités de marchés. Ils peuvent ainsi être amenés à ne pas retenir tous les secteurs industriels ou toutes les tailles de capitalisation ou tous les pays d'une zone géographique.ils gèrent ainsi dans leur univers d'investissement déterminé et suivant leur processus d'investissement indiqué.

[272] La CARMF respecte la réglementation dans la mesure où elle n'a que des fonds de fonds dédiés libellés en Euro. Dans la réglementation, rien n'est spécifié quant au contenu de ces fonds. Pour ce qui est de R-MF Multi Actions Europe Diversifiée, il est précisé qu'il investit en parts/et ou actions d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés. On ne parle pas d'OPCVM de droit étranger.

[273] La CARMF définissant elle-même l'allocation stratégique et tactique d'actifs et les catégories de fonds dans lesquels elle investit (produits « purs »), les objectifs assignés aux fonds dans le prospectus et dans la convention de gestion n'ont pas à faire référence à ces allocations.

[274] On voit mal comment la CARMF aurait pu créer un fonds dédié sans signer de convention de gestion. Une telle affirmation de la Mission aurait dû s'accompagner de la liste de fonds et des documents incriminés.

Il semble que la mission fasse référence aux fonds qui ont fait l'objet d'avenant. Dans ce dernier cas, c'est le dernier avenant qui a été communiqué. Il ne s'agit donc pas de régularisation, les avenants modifiant certains éléments des conventions. Par exemple, la CARMF, qui détenait conformément à la réglementation des fonds 50/50, a par la suite été autorisée à détenir des fonds « purs » sur le plan géographique.

[275] La notion de risque est une notion très générale qui peut recouvrir des risques différents et des éléments quantitatifs (en général pour un fonds la volatilité). Les fiches d'analyse de fonds présentées à la Commission de Placements précisent la volatilité.

[276] Voir observations supra.

[277] Ces mentions très générales, sont indiquées par précaution, à destination d'investisseurs non professionnels.

Les prospectus des fonds ou les conventions ne mentionnent pas le risque maximum autorisé. Cependant, avant toute création de fonds dédié, la CARMF a fait son choix sur la base de fonds existants gérés par ces mêmes établissements et sur la base du même processus d'investissement. Les paramètres rentabilité/volatilité ont été alors étudiés avec précaution. Après la création des fonds dédiés, la CARMF est informée chaque mois sur la volatilité du fonds dédié dans le reporting.

[278] Le suivi de la volatilité fait partie des indicateurs utilisés pour le contrôle du fonds.

Il a été montré aux inspecteurs un reporting type (en l'occurrence celui de « Lazard Actions Euro ») avec l'indication de la volatilité. Aucun reporting de fonds dédié n'a été demandé. On contrôle sur les reporting mensuels la volatilité des fonds comparée à celle de l'indice de référence.

[279] Le reporting détaillé des fonds constitue une part importante du travail des gestionnaires de la CARMF, qui en font la synthèse, notamment en ce qui concerne les performances, pour la Commission de Placements et alertent la Commission lorsque les résultats ne sont pas satisfaisants.

Remettre à la Commission de Placements un reporting détaillé et exhaustif des fonds conduirait à la noyer sous un flot de documents, alors que la Mission reproche déjà à la Caisse de fournir à la Commission des dossiers trop volumineux.

Les reporting sont reçus et analysés mensuellement. La CARMF reçoit sur simple demande le portefeuille exhaustif. Des informations supplémentaires sont obtenues soit sur appel téléphonique soit lors des reporting oraux. A leur demande, des Administrateurs ont assisté à des reporting oraux.

[280] A chaque reporting oral, la société de gestion remet un dossier complet sur le fonds dédié qui est étudié en séance d'environ deux heures avec notamment l'indication de la volatilité du fonds comparée à celle de son benchmark. Les Administrateurs sont tenus informés d'une part par les documents transmis lors des Commissions (graphes, tableaux, transparents,…) d'autre part, par des commentaires oraux lors de la présentation des graphes correspondants.

[281] Les audits ont été réalisés, à la demande de la Direction, sur des fonds dont le reporting faisait apparaitre de mauvais résultats.

En fonction du montant de ces audits, les contrats ont été passés par le Directeur, soit de gré à gré (en cas de marché inférieur au seuil des marchés), soit en procédure adaptée, mais toujours avec mise en concurrence.

[283] Les résultats des audits ont conduit à modifier sensiblement la gestion des fonds audités et dans certains cas, à les vendre.

[284] La mission de surveillance des anomalies et des corrections à y apporter relève du dépositaire qui les règle en général directement avec la société de gestion. Seuls les cas graves sont signalés à la Caisse (ils sont très rares).

[288] La consolidation des positions au ligne à ligne du portefeuille est en effet limité par la détention de fonds ouverts avec par ailleurs un effet retard sur l'accès aux positions sachant la priorité donnée aux gérants actifs.

[289] En aucun cas, une seule valeur ne représente plus de 5 % des avoirs de la CARMF, ce qui est la contrainte réglementaire.

[290] La diversification des gérants diminue le risque global du portefeuille. La coordination des décisions d'achat ou de vente (d'ailleurs interdite en droit) augmenterait sensiblement ce risque.

La gestion directe est gérée de façon indépendante et doit être considérée comme une gestion complémentaire sur les valeurs de la zone Euro. Il n'est pas étonnant qu'un grand nombre de valeurs soient communes à d'autres fonds délégués puisque la gestion directe concerne les grandes valeurs de la zone Euro.

Plusieurs lignes ont été allégées et renforcées courant 2011. Il s'agit d'opération de trading des ventes ayant eu lieu avant le krach d'Août 2011 et renforcées ensuite à des cours nettement inférieurs.

[291] Il y a en premier lieu la recherche de diversification géographique et par nature (par exemple or et matières premières, Long/Short equity, FCPR). Par ailleurs, tous les gérants opérant sur les actions européennes ne gèrent pas de la même manière : certains ont un

biais croissance (fonds Comgest) et d'autres ont une approche « value » (fonds Centifolia, Europe Value,…). La Caisse a également investi sur des gestions « Minimum Variance » (Unigestion) qui visent à sélectionner les tires les moins volatils et dans des fonds flexibles qui font varier leurs expositions aux marchés actions.

[292] Compte tenu de la dispersion des portefeuilles gérés en direct et délégués, la concentration sur certaines valeurs est limitée et reste très inférieure au niveau réglementaire (5 % de l'actif global).

[293] Les instruments mentionnés par la Mission sont admissibles (voir infra).

[294] L'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale a été instauré par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002. Cet article a ensuite été modifié deux fois par le décret n° 2004-460 du 27 mai 2004 et par le décret n° 2011-922 du 1er août 2011, consécutivement à des modifications de rédaction du Code Monétaire et Financier, auquel renvoie cet article.

Jusqu'au décret du 1er août 2011, étaient admissibles les fonds communs de placements régis par les sous-sections 1 à 6 de la section I du chapitre IV du titre 1er du livre II du Code Monétaire et Financier, concernant notamment pour la sous-section 6 (devenue sous-section 9 à la suite de l'ordonnance n° 2005-429 du 6 mai 2005) les OPCVM réservés à certains investisseurs :

Paragraphe 1 : OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) (articles L 214-35 et L 214-35-1)
Paragraphe 2 : OPCVM contractuels (articles L 214-35-2 à L 234-35-6).

La CARMF a investi à ce titre dans des OPCVM contractuels avant le 1er août 2011.

Le décret du 1er août 2011 a modifié sensiblement la rédaction du Code Monétaire et Financier et a modifié en conséquence l'article R 623-6 du Code de la sécurité sociale.

Toutefois, à l'occasion de cette modification, le champ de l'article R 623-6 a été restreint aux fonds à vocation générale régis par l'article L 214-27 du Code Monétaire et Financier, les fonds contractuels étant désormais régis par les articles L 214-36 et L 214-36-5 du Code Monétaire et Financier.

Cette modification a été faite sans aucune concertation préalable, ni aucune information des investisseurs concernés par l'article R 623-6.

On peut penser qu'il s'agit d'une erreur ou d'une omission, d'autant plus que pour les FCPR, les fonds contractuels sont explicitement autorisés (article L 214-37).

En effet, la modification concerne également les mutuelles et institutions de prévoyance qui étaient autorisées à détenir les FCP régis par les sous-sections 1 à 8, correspondant aux nouveaux fonds à vocation générale.

Pour les organisations autonomes d'assurance vieillesse, le texte de 2002 faisait référence aux sous-sections 1 à 6, puis la sous-section 6 est devenue sous-section 9 en 2005, mais le texte de l'article R 623-6 n'a pas été modifié.

Le nouveau texte apparemment ne change rien, alors qu'il supprime l'admissibilité des fonds ARIA et contractuels, anciennement référencés en sous-section 9.

Cette anomalie a été d'ailleurs spontanément indiquée par la CARMF à la Mission.

En tout état de cause, en vertu de la non rétroactivité des textes réglementaires, le décret du 1er août 2011 peut-il s'appliquer aux fonds contractuels créés antérieurement à sa parution ?

Le décret n'a prévu aucune disposition ni aucun délai pour fermer ces fonds ou les transformer.

Par ailleurs, une importante refonte du Code Monétaire et Financier, conforme à la directive AIFM va être réalisée d'ici au 31 juillet 2013.

Cette refonte va entraîner une modification de la réglementation applicable aux organisations autonome d'assurance vieillesse, ce qui devrait permettre de clarifier cette question.

[295] Tous les fonds mentionnés dans la liste établie par la Mission ont été créés avant le 1er août 2011 et étaient donc admissibles lors de leur création.

La Caisse souhaite le maintien de l'admissibilité des fonds contractuels (et ARIA) dans la nouvelle réglementation.

[296] Toutes les obligations structurées que possède la Caisse sont des obligations de droit français répondant aux règles de l'article L 213-5 du Code Monétaire et Financier, et non des BMTN ou des EMTN.

[298] La Caisse ne détient pas d'EMTN, mais des obligations.

[299] La CARMF considère que les 3 fonds immobiliers mentionnés ont un objet strictement immobilier, comme le stipulent leurs statuts.

La Mission confond l'objet des sociétés et l'utilisation des divers instruments permettant de concourir à la réalisation de cet objet.

[300] La CARMF considère que les 3 fonds immobiliers mentionnés ont un objet strictement immobilier, comme le stipulent leurs statuts.

La Mission confond l'objet des sociétés et l'utilisation des divers instruments permettant de concourir à la réalisation de cet objet.

Dans le tableau 18, il convient de remplacer la terminologie SCI Saint-Ferdinand (société civile détenue à 100 % par la CARMF) par le fonds luxembourgeois EOIV.

[301] La composante mobilière visée constituée de la détention de marques apparaît comme un élément absolument fondamental de la valeur du vignoble détenu sans laquelle la valorisation du vignoble ne pourrait être appréciée de la même manière. C'est d'ailleurs la principale de ces marques, « Château Monbousquet », qui fait l'objet d'un classement et a entre autres aspects, motivé l'acquisition de ce vignoble.

Il est à noter que ces marques sont mises à la disposition de l'exploitant en parallèle des terres agricoles et des bâtiments d'exploitation.

[305-306] Le critère de classification retenu par la Mission n'apparait pas satisfaisant, car variable selon la situation des marchés.

La classification de la Caisse est conforme à la réglementation et au plan financier, le « plancher actuariel » de l'obligation convertible lui confère bien un caractère obligataire.

[309] L'article R 623-4 du Code de la Sécurité Sociale vise le recours aux instruments financiers à terme par « les Caisses nationales, de base ou sections professionnelles » et ne vise pas l'utilisation de ces instruments par des fonds. De plus, ces instruments ne sont pas des actifs mais des contrats (cf article L 211-1 du Code Monétaire et Financier) et leur utilisation par un fonds contribue à la gestion du portefeuille des valeurs mentionnées du 1° au 4° de l'article R 623-3. Il en est de même pour les mises en pensions (ou prêts de titres).

[310] La Mission fait un amalgame entre « détention d'actifs » et « recours à des instruments financiers à terme » qui sont deux termes très différents.

[311] Compte tenu des observations développées précédemment, le reclassement des fonds obligataires en catégorie 8° de l'article R 623-2 apparaît purement arbitraire. La Caisse respecte donc bien l'obligation de détention d'au moins 34 % de produits obligataires.

[312] Puisque tous les fonds obligataires son reclassés par la Mission en catégorie 8°, on s'étonne qu'il reste encore 12,23 % de produits obligataires dans le portefeuille CARMF !

[314] Aucun texte réglementaire n'explicite ce principe de transparence. La CARMF respecte la réglementation dans la mesure où elle n'investit que dans des fonds libellés en Euro. Dans la réglementation, rien n'est spécifié quant au contenu de ces fonds.

Contrairement à ce qu'affirme la Mission, il existe sur le fond, une différence fondamentale entre gestion directe et gestion déléguée, qui permet d'investir dans des classes d'actifs que la Caisse ne pourrait pas gérer en direct, avec les garanties présentées par la réglementation applicable aux OPCVM.

[315] La CARMF, conformément à la réglementation, investit uniquement dans des fonds libellés en Euro. Le principe de transparence n'est pas spécifié dans la réglementation ce qui explique que la CARMF soit exposée au risque de change, ait une exposition aux pays émergents dans le cadre de fonds libellés en Euro. De la même manière, les matières premières sont présentes dans le portefeuille dans des fonds libellés en Euro (pour l'or le fonds Lyxor GBS Fund est un fonds de droit français).

[316] Les causes de non admissibilité examinées par la Mission concernent la gestion directe et non les OPCVM.

Relativement à l'exposition aux produits dérivés, que penser d'un BMTN éligible au 4° de l'article R. 623-3 dont la structuration fait appel aux mêmes produits dérivés ?

[317] On voit mal pourquoi la Mission fait une distinction entre fonds dédiés et fonds ouverts : ces fonds ne sont pas gérés par la Caisse, ont la même nature juridique et utilisent les mêmes instruments.

Si on pousse le raisonnement à l'extrême, ce n'est pas 40 % mais 90 % des placements qui sont non admissibles et il faudrait donc interdire tous les OPCVM.

[318] C'est bien parce que l'arrêté d'approbation de l'article R 625-4, qui aurait permis à la Caisse de mettre en œuvre des couvertures, n'est jamais paru, que la CARMF s'est résolue à mettre en place des couvertures régies par le Code Monétaire et Financier et l'AMF à l'intérieur de ses fonds.

[319] La CARMF n'a jamais procédé à la couverture de son portefeuille en direct en raison de l'absence d'arrêté en ce sens suite au décret de 2002. En revanche, rien n'est prévu ni interdit dans la réglementation en ce qui concerne les OPCVM.

[320] Les fonds détenus par la CARMF n'utilisent les produits dérivés qu'aux fins de couverture.

Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.

[321] Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.

[322] La CARMF ne fait aucune opération sur des produits dérivés. Les opérations de couverture réalisées par des fonds sont conformes au Code Monétaire et Financier et à la réglementation de l'AMF.

Les gestions dédiées font appel à des professionnels disposant d'outils permettant de piloter la tracking error et donc intègrent dans la construction de leur portefeuille un budget de risque global. Ils disposent par ailleurs d'équipes de contrôle interne performantes. La CARMF suit par ailleurs hebdomadairement l'évolution des valeurs liquidatives des OPCVM sous gestion afin d'apprécier la cohérence de cette évolution.

Comme indiqué précédemment, il n'est nullement fait référence à l'interdiction de recours aux dérivés dans les OPCVM dans la réglementation.

[323] La CARMF n'a jamais procédé à des prises ou mises en pension, ni à des emprunts ou prêts de titres.

La CARMF n'a eu aucune information d'opération de prêt/emprunt de titres dans ses OPCVM.

[324] La CARMF respecte strictement la réglementation actuelle, qui précise que 90 % des actifs doivent être libellés ou réalisables en euros.

Le terme « réalisable » est plus large que le terme « libellé » car il peut s'agir d'actifs libellés dans d'autres devises convertibles en euros.

La rédaction du décret de 2002 n'introduit aucune notion liée à la couverture du risque de change.

[325] Tous les OPCVM détenus par la Caisse sont libellés en euros avec en général une valeur liquidative quotidienne.

De plus, certains sont couverts contre le risque de change (notamment ceux comportant des valeurs en dollars), mais il n'est pas possible de couvrir systématiquement des fonds comportant des valeurs exprimées en monnaies émergentes.

[326] Même en suivant le raisonnement de la Mission, la part des actifs détenus par la caisse exposée à un risque de change est inférieure à 15 %. La période récente montre que le risque n'est pas venu de ces devises, mais s'est plutôt concentré sur l'euro. Dès lors, la diversification est utile.

[327] Dès lors que l'investissement dans les pays émergents se fait par l'intermédiaire d'OPCVM, le risque est largement diversifié, au plan géographique et au plan économique. Les marchés émergents constituent aujourd'hui une classe d'actifs à part entière, diversifiante et décorrélante, unanimement recommandée, que ce soit pour les actions ou pour la dette.

Certains Etats émergents sont dans une situation économique et financière bien meilleure que les Etats européens, tant au plan des soldes budgétaires que du ratio dette/PIB, ce qui justifie largement d'y investir.

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 2

[15] Concernant la composition du service Immobilier, il convient de viser 3 nouvelles recrues et non 2, dont le Chef de Service en poste depuis mars 2011 ainsi que 2 profils spécialisés en Immobilier (un profil technique et un profil commercial).

[17] La consultation visée au paragraphe 16 pour la désignation de nouveaux gestionnaires a notamment pour vocation d'harmoniser les éléments de reporting.

[19] Depuis début 2011, les présentations au Conseil d'Administration, tant des propositions d'investissement direct que des prises de participation dans des fonds immobiliers, font l'objet de fiches de synthèse reprenant les principales caractéristiques techniques et financières ainsi que les points forts et points faibles de chacun des dossiers présentés permettant d'éclairer les décisions des Administrateurs.

[23] Aux différents Conseils d'Administration d'avril, il est systématiquement présenté un détail de différents éléments par immeuble, notamment des taux d'occupation, des T.R.I prévisionnels ainsi que des recettes locatives de l'exercice. Depuis fin 2011, il est présenté au Conseil d'Administration de début d'année la synthèse de l'activité de l'exercice précédent faisant apparaître l'ensemble des éléments liés aux achats et aux ventes d'actifs.

Par ailleurs, dans le cadre des Conseils d'Administration, les Administrateurs sont régulièrement informés de l'évolution et de l'issue des décisions prises en matière d'investissements.

[25] Une proposition stratégique détaillée en matière d'immobilier direct a été présentée aux membres du Bureau du 14 décembre 2012 et doit faire l'objet d'une discussion en Comité de Placements avant présentation pour validation à un Conseil d'Administration au cours du 1er trimestre 2013.

[32] Conformément à ce qui est dit à la réponse au paragraphe 174 du rapport, une proposition de critères de sélection des prises de participation doit être faite aux membres du Conseil d'Administration, laquelle intégrera notamment des éléments relatifs aux frais prélevés par les gestionnaires de fonds.

[34] L'objet de La Foncière LFPI est bien « la détention d'immeubles ou autres actifs ou droits immobiliers ».

L'énumération qui suit ne concerne que les modalités de réalisation de cet objet : « A cet effet, la société pourra, notamment mais non limitativement … ».

[36] L'extrait des statuts du Fonds FLE SICAV FIS est une rédaction type de statuts coordonnés conformes à la loi luxembourgeoise du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spécialisés (loi FIS). L'article 6 des statuts « détermination des objectifs de l'investissement » renvoie au mémorandum de placement privé de la société qui stipule (Titre III-1) « OBJECTIF D'INVESTISSEMENT : l'objectif est, en Allemagne et en Autriche, de constituer en trois à quatre ans un portefeuille d'environ € 200 millions d'actifs immobiliers, par des investissements strictement immobiliers, avec un objectif patrimonial et de rendement marqué et des opportunités de revalorisation à long terme ».

Le règlement du fonds (TITRE III-1) reprend avec quelques variantes, le même objectif d'investissement.

Au vu de ces documents, il semble difficile d'affirmer que ce fonds n'ait pas un objet strictement immobilier.

[37] Même observation que pour le paragraphe [34]. L'objet est strictement mobilier : « The object of the Company is (i) the acquisition and holdings of interests […] in any kind or form of undertakings, whose purpose is the acquisition, letting, refurbishment and/or management of real estate investments ; (ii) the administration, develoment and management of such hodlings as well as (iii) the direct and/or indirect financing of suchintermediary companies […] ».

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 4

[13] à [30] Ces extraits du rapport sur les orientations générales de la politique de placements de 2006 à 2011 rappellent et confirment l'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire vieillesse de la CARMF.

La rédaction est la même chaque année car cette allocation n'a pas été modifiée. Elle a donc été approuvée chaque année par le Conseil d'Administration.

[31] L'article R 623-10-4 du Code de la Sécurité Sociale dispose que « le Conseil d'Administration … approuve annuellement un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placements fixée par la Caisse.»

Ce rapport n'a pas à retranscrire les débats du Conseil. C'est un document qui est formellement approuvé et traduit la position officielle de la Caisse.

[33] L'allocation effective des actifs de la Caisse a toujours respecté (à 1 ou 2 % près, correspondant aux fluctuations du marché) l'allocation stratégique.

[34] à [60] Il s'agit d'extraits du rapport, qui retracent la politique immobilière suivie chaque année,

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 5

[3] [4] S'agissant d'immeubles de rapport, les loyers perçus sont mensuels ou trimestriels et sont donc en moyenne considérés comme perçus en milieu d'année si l'immeuble est loué sur une année complète.

[6] La CARMF n'étant pas réglementairement assujettie à expertise externe, elle procède à la valorisation de ses actifs immobiliers de manière interne.

Il est important de noter à ce titre que les méthodes employées pour ces valorisations (méthode dite « par comparaison » ou méthode « par capitalisation ») sont les mêmes que celles usuellement employées par les experts.

De la même manière, la situation très regroupée des actifs détenus par la CARMF leur permet de se référencer entre eux tant en terme de valeur vénale que de valeur locative.

Le TRI des immeubles détenus par la Caisse dépend bien entendu de l'actualisation de la valeur de ces immeubles. Il ne peut être calculé de manière certaine qu'en cas de vente. La CARMF procède à des estimations internes dans le cas contraire, avec la même méthodologie que des experts externes.

[7] Le calcul d'un TRI de plusieurs immeubles ou sur plusieurs années n'est pas calculé en moyenne, mais en fonction des flux réels annuels et de la valeur finale des immeubles.

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 9

1/ ACTIONS USA BNP PAM (FR007070180)

1.4. Composition de l'actif

[6] Le fonds dédié Actions USA BNPPAM est un fonds dédié classique sur les actions principalement cotées aux Etats-Unis d'Amérique n'ayant pas recours en réalité aux FCIMT mentionnés uniquement dans le prospectus.

1.5 Frais de gestion

[9] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

2/ CG ACTIONS EUROPE (FR0007063953)

2.5 Frais

[22] Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5% était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

2.6. Inventaire 2011

[25] Au 30 décembre 2011, CG Actions Europe investi à hauteur de 0,84 % en Comgest Growth Greater Europe Opportunities et à hauteur de 1,58 % en Comgest Growth MidCap Europe.

Comgest Growth Greater Europe Opportunities détenait à cette date 6,15 % de titres russes libellés en US Dollar cotés en Allemagne (GDR) ou aux USA (ADR) ainsi que 0,99 % de la société L'Occitane, cotée en HK Dollar à Hong Kong mais dont le siège social est à Luxembourg. Il n'y a pas d'investissement en Turquie, ni au Maroc, Liban, Israël, Egypte et Tunisie. Ces positions (sociétés russes et société L'Occitane) représentaient 0,06 % de l'encours total du fonds dédié CG Actions Europe.

Comgest Growth Mid Cap Europe détenait quant à lui 1,84 % de L'Occitane, société cotée en HK Dollar à Hong Kong mais dont le siège social est à Luxembourg. Cette position représentait 0,03 % de l'encours total du fonds dédié CG Actions Europe. Il n'y a pas d'autre valeur asiatique dans ce portefeuille.

Il n'est pas étonnant que ce fonds détienne des valeurs Europe hors zone Euro puisque qu'il s'agit d'un fonds à vocation européenne.

3/ ACTIONS JAPON INVEST (FR0010069302)

3.5 Frais

[33] Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

[34] Frais de fonctionnement maximum : 0,95 %. A titre d'information, les frais courants de l'exercice clos au 30 juin 2011 se sont élevés à 0,50 %.

4/ R-MF GRANDES VALEURS LONG TERME (FR0010926196)

4.3. Stratégie

[39] Ce FCP est un fonds actions internationales.

5/ R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS (FR0010404350)

5.4. Composition des actifs

[52] Le FIC intervient sur les marchés réglementés, organisés.

5.5. Frais

[56] Commission de souscription et de sortie maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

5.6. Inventaire 2011

Ce fonds de fonds n'est composé que de fonds ouverts autorisés par la réglementation applicable à la CARMF c'est à dire des fonds de droit français et des fonds européens coordonnés.

6/ R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIVERSIFIE (FR0010344994)

6.2. Objectif

[61] « Sans prépondérance d'aucun pays » voir 6.3. Stratégie [62] « Le FCP est investi …en parts et/ou actions d'OPCVM de droit français ou européens coordonnés dont…spécialisés sur le marché des actions d'un ou plusieurs pays européens ».

6.4. Composition de l'actif

[64] « Entre 0 et 100 % en OPCVM actions (dont des parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive) ». La CARMF détient uniquement des fonds de droit français ou coordonnés de droit européen autorisés par la réglementation applicable à la CARMF. La CARMF ne possède pas de parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive.

6.5. Frais

[70] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

6.6. Inventaire 2011

[73] Le fonds Carmignac Euro Patrimoine est un fonds de droit français (éligible au PEA) admis par la réglementation.

7/ CG ACTIONS ASIE HORS JAPON (FR0010091561)

7.5. Frais

[82] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

7.6. Inventaire 2011

[84] Ce fonds dédié est un fonds de droit français libellé en Euro.

8/ R-MF MULTI ACTIONS ENERGIES (FR0010612911)

8.4. Composition de l'actif

[90] Le FIC ne détient pas de parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive.

8.5. Frais

[91] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

8.6. Inventaire 2011

[94] Cet OPCVM investit dans des OPCVM de droit français ou de droit étranger coordonné autorisés par la réglementation applicable à la CARMF.

9/ R-MF LONG SHORT (FR0010786475)

9.3. Stratégie et 9.6. Inventaire 2011

[99] [106] Ce fonds de fonds Long Short détient certains fonds offshore au sens de la réglementation américaine, les non résidents ne peuvent investir dans des fonds de droit américain. Le terme « paradis fiscaux » est un jugement de valeur laissé à la libre appréciation des rédacteurs.

[107] « Le fonds détient en outre des fonds en dollars ». Il est à noter que ces fonds disposent d'une couverture sur le risque de change.

10/ ACTIONS EURO CA-MF (FR0007011903)

10.4. Composition de l'actif

[113] « l'exposition action oscille entre 90 % et 110 % de l'acitf net » Il s'agit de la rédaction type des OPCVM (droit commun).

«et un maximum de 120% » : « coquille faite par Amundi.

[114] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

11/ ACTIONS France PETITES VALEURS VM (FR0000986176)

11.2. Objectif

[118] Ce fonds dédié est un fonds à procédure allégée non soumis à l'agrément de l'AMF. Dans la notice d'information, dans les caractéristiques financières (orientation des placements), il est noté ce qui suit : « Actions France Petites Valeurs VM est investi dans tous types de valeurs mobilières, principalement de la zone Euro actions, notamment en actions françaises à capitalisation boursière faible et moyenne, obligations et autres titres de créances négociables ».

11.3. Stratégie

[122] Ce fonds dédié est un fonds à procédure allégée non soumis à l'agrément de l'AMF, et qui peut adopter des règles d'investissement dérogatoires. Il s'agit d'un fonds non benchmarké.

11.4. Frais

[124] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

11.5. Inventaire 2011

[126] Il n'y a pas de placements en or ayant lieu en Afrique. Le fonds détient, à hauteur de 0,2 % de son actif, des actions de la société canadienne Ethiopian Polash et de la société SIPH qui répondent toutes les deux à la notice d'information du fonds (« non soumis à agrément de l'AMF, cet OPCVM peut adopter des règles d'investissement dérogatoires »). Dans la rubrique « Caractéristiques financières – Orientation des placements », il est indiqué que Actions France Petites Valeurs VM » est investi dans tous les types de valeurs mobilières, principalement de la zone Euro ».

La société SIPH est une société française ayant son siège à Courbevoie, et fait partie des indices CAC Small 90 et Next 150. Détenant 20 % de son capital, Michelin est le deuxième actionnaire de cette société.

Le fonds détient par ailleurs deux warrants or (émetteurs Société Générale et Commerzbank).

[127] Les autres titres détenus par le fonds sont répertoriés dans l'inventaire du portefeuille au 31 décembre 2011.

12/ LAZARD ACTIONS EURO

12.5. Frais

[135] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

13/ SGAM ACTIONS USA

13.5. Frais

[145] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 5 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 5 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

14/ BFT ALTINVEST (FR0010278176)

14.1. Description

[151] Le rôle de BFT Gestion est effectivement d'élaborer un portefeuille après analyse en risque des fonds alternatifs (due diligences, performances, suivi de l'allocation par stratégie, corrélations entre fonds composant cet OPCVM de droit français).

14.5. Frais

[157] Commission de surperformance : néant.

15/ ODDO EUROPE VALEURS MOYENNES (FR0010771063)

15.5. Frais

[171] Commission de souscription maximum non acquise à l'OPCVM : 4 % (prospectus), la CARMF ne payant pas de commission. Ce taux de 4 % était prévu pour dissuader d'éventuels investisseurs de souscrire dans ce fonds dédié à la CARMF.

[151] Le rôle de BFT Gestion est effectivement d'élaborer un portefeuille après analyse en risque des fonds alternatifs (due diligences, performances, suivi de l'allocation par stratégie, corrélations entre fonds composant cet OPCVM de droit français).

[157] Commission de surperformance : néant.

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 10

[2] La liste les fonds dédiés fait apparaitre les Plus ou Moins Values latentes. Ce tableau ne précise évidemment pas les nombreuses Plus ou Moins Values réalisées depuis la création de ces fonds (cessions, Vente/Achat).

[3] Le FCP ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO a été créé le ~~29 avril 2010~~ le 14 mars 2011. Il est géré par la société ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FRANCE et conservé par la société SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 44,6 M€ pour une valeur de réalisation de 44,7 M€.

[4] Le FCP a pour objectif de « surperformer l'indicateur de référence composé de 33% BARCAP Euro High Yield ex Financials BB-B 3% + 67% BARCAP Euro Corporate ». Pour atteindre son objectif, le FCP est principalement investi en « instruments qui permettront de se couvrir et de s'exposer au risque de crédit et qui seront de type financé (obligations ou titres de créances libellé [sic] en euros) ou instruments financiers à terme (CDS, Indices CDS) ». Les titres détenus peuvent avoir une notation comprise entre AAA et CCC, l'exposition en titres « high yield » étant limitée à 60%. Le FCP peut également, dans la limite de 10% de son actif net, investir dans des OPCVM « de toute nature » (la Convention de Gestion précise en annexe 1 qu'il s'agit de monétaire euro au sens AMF).

[11] Le FCP ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO a été créé le ~~2 janvier 2004~~ 10 janvier 2002. Il est géré par la société ABERDEEN ASSET MANAGEMENT GESTION (la société BNP PARIBAS FUND SERVICES étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 41,8 M€ pour une valeur de réalisation de 44,8 M€.

[17] Pour atteindre cet objectif, la stratégie retenue est « discrétionnaire ». La gestion se fait dans « la perspective d'une maximisation du couple rendement / risque ». Ainsi, « la stratégie d'investissement est basée sur la détermination de positions à moyen et long terme fondées sur l'analyse de différents indicateurs macro-économiques, sur le choix des sous-jacents actions qui composeront notre portefeuille et sur la détermination des convertibles qui constituent le support de notre investissement.

Dans la recherche de performance de cette stratégie, l'accent est mis sur la composante « actions » des obligations convertibles plus que sur les aspects obligataires (duration, crédit) pour lesquels l'objectif est surtout de minimiser les risques, par une politique de couverture ou la sélection de titres de grande qualité ».

Il est par ailleurs précisé précédemment dans le prospectus que « Les investissements se portent principalement sur les obligations convertibles « mixtes » qui présentent la caractéristique d'être sensibles aux taux et aux actions dans des proportions équilibrées.

L'accent est mis sur les obligations convertibles dites « mixtes », car elles permettent d'optimiser cette dissymétrie. En effet, plus que d'autres, elles sont suffisamment sensibles, de par leur delta, aux variations des marchés actions pour profiter de la hausse quand elle se produit. Elles conservent toutefois un plancher actuariel suffisamment proche pour qu'il constitue une protection en cas de baisse des marchés. Ces titres dont la convexité est forte, sont ainsi particulièrement attractifs compte tenu de leur capacité à capter de la performance en cas de marchés favorables et à atténuer les baisses dans le cas contraire.

[24] Le prospectus précise que « les OPCVM ou fonds d'investissement à l'actif du FCP Equi-Multigestion Convertibles Euro sont composés essentiellement d'obligations libellées en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating.~~Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating~~ ». Cela signifie que des actifs non obligataires pourraient être détenus au travers de ce FCP (s'il ne s'agit pas d'obligations, il reste les titres de créances constituant le monétaire euro. Le terme « essentiellement » suppose que comme pour tous fonds ouverts, il existe la possibilité d'investir jusqu'à 10% en OPCVM notamment pour la gestion de la trésorerie).

[35] Le fonds pourra également détenir des actions : « certaines obligations convertibles détenues en portefeuille ont un profil très proche de celui d'une action et il est parfois plus efficient de détenir les actions sous-jacentes plutôt que les obligations convertibles ». Comme il est loisible au FCP d'investir à hauteur de 10% dans l'OCDE hors zone euro, il existe un risque de change. Dans les faits, le gérant sait que ces actifs ne sont pas éligibles à la CARMF et qu'ils n'ont pas vocation à être investis (actions comme titres OCDE non libellés en euro)

[36] Le FCP peut détenir des OPCVM et des OPCVM d'OPCVM (à hauteur de 10% comme dans tous fonds ouverts notamment pour la gestion de trésorerie).

[42] Le FCP R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO a été créé le ~~18 mars 2003~~ 29 octobre 2003. Il est géré par la société ROTHSCHILD & CIE GESTION (la société CACEIS FASTNET étant délégataire de la gestion comptable) et conservé par la société ROTHSCHILD & CIE BANQUE. Sa valeur nette comptable au 31/12/2011 s'élevait à 35,6 M€ incluant une dépréciation de 4,5 M€.

[46] Le FCP a pour objectif « d'obtenir une performance supérieure à l'indice ECI zone euro ». Pour réaliser son objectif, le fonds investit sur « les obligations convertibles les plus performantes du marché de par leurs caractéristiques techniques de valorisation (notamment courbes de taux, risque de crédit de l'émetteur, évolution des spreads de taux et volatilité implicite de l'action sous-jacente) et après une analyse qualitative des sociétés émettrices ». Le FCP investit « jusqu'à 100% de son actif en obligations convertibles et/ou échangeables en actions, en titres de créances négociables et en titres participatifs libellés en euro et d'émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché règlementé en fonctionnement régulier de l'OCDE », mais peut détenir des actions provenant « de la conversion d'un emprunt obligataire en fonds propres, dans la limite maximum de 10% de l'actif » (à titre accessoire et temporaire, en concertation avec la CARMF) ainsi que « OPCVM de toute nature à hauteur de 10% maximum de l'actif ».

[50] Le FCP a pour objectif de « *surperformer le marché des obligations indexées sur l'inflation en zone Euro* ». Son indicateur de référence est Barclays Euro Inflation-Linked Bonds Index All Maturities hedgé en euros, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer (l'indice reste un élément d'appréciation important de la performance du gérant).

[54] Le FCP a pour objectif de « sur-performer l'indicateur de référence : 50% EONIA capitalisé, 50% Barclays Euro Government Inflation Linked Bond Index ». Pour atteindre son objectif de gestion, le FCP est investi « jusqu'à 100% de son actif net en produits de taux exclusivement libellés en euros », les obligations pouvant être émises par un organisme public de notation minimum BBB- et, dans la limite de 20% de l'actif net, par émetteur privé de notation minimum BBB-. Les obligations concernées peuvent être des obligations à taux fixe, à taux variable, à taux indexé sur l'inflation ou sur l'indice TEC10, obligations convertibles ou perpétuelles. Le FCP pourra détenir, dans la limite de la moitié de son actif net, des OPCVM coordonnés (rappelons que l'indicateur de référence est consititué à 50% d'Eonia, sachant la volonté de gérer le risque de remontée des taux réels).

[58] Le FCP a pour objectif une « recherche~~r~~ de la performance ». Son indicateur de référence est l'indice BARCLAYS EURO GOVERNMENT INFLATION LINKED BONDS 1-5 YEARS MATURITIES, qui n'est toutefois pas un indice à battre ou à répliquer.

[71] **Il figure à l'EDP du FCP un swap qui n'est pas autorisé par le prospectus** (cf. page 14 du prospectus possibilité donnée d'utiliser des instruments financiers à terme).

1.4.2 FCP LFP SPREAD EUROBLIG (code ISIN : FR0010255125) Ce fonds n'est en aucun cas un fonds recourant aux stratégies alternatives. Il est investi en OPCVM d'obligations libellées en euros.

[76] Il est rappelé que le gérant est responsable du suivi réglementaire des investissements effectués au sein des OPCVM et dans le cadre de la Convention de Gestion exprimant les actifs éligibles à la CARMF.

[87] En pratique, ce fonds est un fonds dit « overlay » ayant vocation à porter d'autres fonds dédiés à la caisse en raison d'une réglementation passée autorisant les OPCVM mais non les caisses de sécurité sociale à recevoir des rétrocessions de commissions.

N.B. : ce fonds a été créé dans le but de gérer plus efficacement les risques de remontée des taux à long terme, les gérants des fonds sous-jacents se concentrant sur leur performance en relatif à l'indice de référence. Les OPCVM composites sont investis strictement en obligations libellées en euros.

[88] En pratique, au 31/12/2011, le fonds était le réceptacle des fonds suivants :

- le FCP AIM EUROBLIG (décrit *infra* en 1.5.1) ;
- le FCP ouvert de droit luxembourgeois BNPP INSTICASH EUR I, OPCVM monétaire ;
- le FCP EUROBLIG CA-MF (décrit *infra* en 1.5.2) ;
- le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 (DE), qui est un *tracker* visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 5.5-10.5 ;
- le fonds ouvert de droit allemand ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 (DE), qui est un *tracker* visant à répliquer l'indice EB.REXX GOVERNMENT GERMANY 2.5-5.5 ;
- le FCP IXIS EUROBLIG (décrit *infra* en 1.5.3) ;
- le fonds ouvert de droit français LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL INVESTMENT GRADE, qui est un *tracker* sur l'indice ~~MSCI EM LATIN AMERICA NET TOTAL RETURN ;~~ EUROMTS GLOBAL INVESTMENT GRADE.
- le FCP PAREUROBLIG (décrit *infra* en1.5.4).

[89] Au 31/12/2011, le FCP « overlay » détenait, outre ces fonds, des liquidités et avait vendu ~~un~~ 358 contrats à terme sur *Bund* arrivant à échéance en ~~mai~~ mars 2012.

2. FRAIS PREVUS AU PROSPECTUS

- Les Frais d'entrées et sorties sont systématiquement mentionnés (reprise des prospectus). Il s'agit de frais maximum.
  Il est important de dire que ces frais, sont présents afin d'être dissuasifs (pour que d'autres investisseurs ne souscrivent pas dans les fonds dédiés de la CARMF).

  La CARMF n'a jamais réglé de tels frais, ni même aucun frais d'entrée ou sortie sur les fonds ouverts.

- Les frais de gestion sont rappelés. Il convient d'ajouter que ceux-ci intègrent une part de 0,05% de frais de contrôle qui sont provisionnés et restitués aux FCP si le contrôle n'a pas lieu.

3. OBJECTIFS DE GESTION, INDICES DE REFERENCE ET INDICATEURS DE RISQUE

- Une remarque revient souvent :
  Les prospectus précisent que " *les OPCVM sont composés essentiellement d'obligations libellées en Euro provenant d'émetteurs de la zone Euro et admis aux négociations sur un marché réglementé en fonctionnement régulier de pays membre de l'OCDE sans contrainte de rating* ".
  Cela sous-entend que des actifs non obligataires pourraient être détenus au travers de ces FCP
  Le terme « essentiellement » exprime que comme pour tout fonds ouvert, il existe la possibilité d'investir jusqu'à 10% en OPCVM notamment pour la gestion de la trésorerie.

Observations de la CARMF

sur le rapport provisoire de l'IGAS RM 2012-129P

Annexe 12

La CARMF n'a jamais investi dans aucun des produits incriminés dans cette affaire.

Pièce jointe n° 4 : Rapport définitif sans réponses de la caisse ni observations de la mission

Synthèse

[1] Dans le cadre d'une mission générale de contrôle des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission) une mission composée de Virginie CAYRÉ et Vincent RUOL a procédé au contrôle des placements de la Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF). Ce contrôle portait sur les exercices 2006 à 2011.

[2] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 26 juin et le 19 octobre 2012. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 1.

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS

[3] La CARMF est une section professionnelle de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL). Elle gère administrativement pour le compte de cette dernière le régime de retraite de base des médecins. Par ailleurs, la caisse gère en propre un régime d'invalidité-décès et deux régimes de retraite complémentaire : le régime de retraite complémentaire obligatoire (RCO), dont les cotisations sont assises sur l'activité libérale, et les allocations supplémentaires vieillesse (ASV) de certains médecins dont les cotisations sont assises sur l'activité conventionnée. Au total, les réserves tous régimes confondus s'élevaient fin 2011 à 5,1 Mds€ en valeur nette comptable.

[4] Le RCO est un régime par points, dont la valeur de service est déterminée chaque année par le conseil d'administration.

[5] Le régime (ASV) concerne les médecins conventionnés en secteur 1 et 2. La cotisation est forfaitaire. Pour les médecins conventionnés en secteur 1, elle est acquittée à hauteur des 2/3 directement par l'assurance maladie.

[6] Fin 2011, le montant des réserves accumulées au titre de ces régimes de retraite complémentaire, d'un montant de 5 Mds€ en valeur de réalisation, représente environ 6 ans de prestations.

[7] Le résultat technique de la caisse demeure pour l'heure excédentaire mais le rapport cotisants sur pensionnés se détériore, ce qui implique qu'à court terme la caisse devra puiser dans ses réserves pour servir les pensions.

[8] La caisse est gérée selon le modèle classique d'une direction contrôlée par un conseil d'administration. Les affiliés élisent des délégués composant l'assemblée générale, qui est renouvelée par moitié tous les 3 ans. Cette dernière désigne les administrateurs élus (au nombre de 25) qui cooptent des administrateurs (au nombre de 5 dont 2 sur proposition du conseil national de l'ordre des médecins). Le président actuel, réélu en septembre 2012, est un administrateur coopté.

[9] Les services de la caisse sont dirigés par un directeur qui s'appuie sur 6 personnes (dont 4 gestionnaires) en charge des placements mobiliers à hauteur de 4,3 Mds€ (en valeur de réalisation) et sur un service immobilier de 6 personnes pour des investissements que la caisse évalue à 790 M€. Les équipes chargées de la gestion mobilière sont anciennes et assez peu renouvelées.

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF

[10] Alors même que les flux techniques sont régulièrement suivis et que la caisse dispose de compétences pour réaliser en interne ses études de passif, la politique de placement définie par le règlement financier et l'allocation stratégique fait mal le lien entre le passif et la gestion de l'actif.

[11] Les objectifs et le cadre de la politique de placement sont définis dans un règlement financier vague qui ne propose ni vision stratégique des placements de la caisse, ni modalités opérationnelles précises de gestion des placements.

[12] Contrairement à ce qu'impose le règlement financier, l'allocation stratégique n'a pas été formellement revue depuis 1996 et le départ entre allocation stratégique et allocation tactique n'est pas fait. Ce flou est le résultat d'un suivi distendu de l'allocation stratégique de long terme par les administrateurs de la caisse, davantage concentrés sur l'allocation tactique et la gestion active des placements de la caisse. Ainsi, la direction de la caisse présente chaque année au conseil d'administration des orientations en matière de placements, que celle-ci considère comme stratégiques. Or une véritable allocation stratégique se projette sur des horizons plus longs que l'année : le règlement financier de la caisse prévoit à juste titre qu'elle est arrêtée pour une période de 5 ans.

[13] La mission a donc été contrainte de reconstituer les allocations mises effectivement en œuvre par la caisse à partir des placements effectués, sans jamais être en mesure d'établir à partir des documents fournis par la caisse en quoi les choix effectués servent le passif de la caisse. Il est donc indispensable de formaliser l'allocation stratégique en prenant soin que cette formalisation lie clairement le passif de la caisse aux choix réalisés en matière de gestion de l'actif. Ce lien est rendu d'autant plus indispensable que la caisse va devoir dans les prochaines années commencer à puiser dans ses réserves pour servir des pensions.

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE

[14] La formation des administrateurs paraît largement insuffisante, notamment au vu de la complexité des produits financiers détenus par la caisse et validés plusieurs fois par an en commission des placements (pour les placements mobiliers) et en conseil d'administration (pour les investissements immobiliers).

[15] La gouvernance de la caisse n'assure pas un contrôle suffisant de la direction, s'agissant des placements. L'examen exhaustif des comptes rendus des instances entre 2006 et 2011 ne fait pas apparaître un réel contrôle, même si certaines propositions d'investissements proposées par la direction ne sont pas suivies par les instances : le contrôle des organes délibérants se limite au choix ligne à ligne de quelques instruments sur lesquels la caisse investit.

[16] Les placements mobiliers sont gérés par une équipe de 6 personnes (dont 2 gérants « taux » et 2 gérants « actions ») qui, dans ses choix, donne la priorité au rendement et à la gestion active du portefeuille. Les notions de passif et de risque sont absents des comptes rendus analysés par la mission. Les mesures de risque figurent uniquement dans les fiches techniques synthétiques produites à l'appui des nouvelles propositions de placement, mais ne semblent pas exploitées par les gérants. Le risque n'est pas plus suivi dans les bilans présentés aux administrateurs. Le choix des outils de reporting n'apparaît pas non plus adéquat à un suivi scrupuleux des réalisations par les administrateurs.

[17] Si un contrôle interne a été mis en place au sein de la caisse en 2011 avec l'embauche d'une contrôleuse interne, il a été orienté vers les directions métier et les placements n'entrent pas aujourd'hui dans le périmètre du contrôle interne. Il apparaît pourtant indispensable qu'une réorientation de ses priorités ait lieu à court terme, afin de limiter les risques liés à l'absence d'un tel contrôle, qui n'est pour l'heure compensée ni par les outils mis en place par la caisse (agence comptable, commission de contrôle et d'audit), ni par un contrôle externe (la caisse n'a pas recours à des auditeurs externes et ses comptes ne sont pas certifiés).

[18] Sur le plan comptable, la caisse devrait documenter certains choix d'affectation, certes pertinents mais non réglementaires. Un travail doit être engagé pour mieux prendre en compte les engagements hors bilan de la caisse.

[19] Le principal critère de décision au sein de la CARMF est celui de rendement à court terme des placements, ce qui ne manque pas de surprendre pour un investisseur de long terme comme une caisse de retraite. La notion de risque est systématiquement écartée au profit de celle de rendement, au point qu'elle n'apparaît que de façon très marginale dans les documents produits par la caisse ou dans les entretiens réalisés. Ce défaut de prise en compte du risque présenté par les actifs détenus est par ailleurs renforcé par le constat de la mission selon lequel la caisse n'est pas en mesure de valoriser certains actifs complexes comme les obligations convertibles ou structurées, ou encore les stratégies de couverture qu'elle se propose pourtant de mettre en œuvre.

[20] En lien direct avec l'absence de formalisation des allocations stratégique et tactique tant sur les placements mobiliers qu'immobiliers, la politique d'investissement apparaît largement opportuniste et n'est pas assortie du respect des obligations de mise en concurrence pour le choix des gérants de fonds dédiés, alors même que ceux-ci ne sont pas des instruments financiers et ne bénéficient donc pas d'une dérogation. La mission a noté à ce titre qu'une consultation avait pourtant été réalisée en 2001, au moment de la constitution d'un nombre important de fonds dédiés, mais qu'aucune n'a été engagée depuis alors même que de nouveaux investissements dans des fonds dédiés ont eu lieu. Le choix des gestionnaires de fonds repose donc très largement sur la personnalité des gérants et sur des appréciations qualitatives portées sur leur gestion. Associée à une faible supervision de frais de gestion, au demeurant élevés, et à des règles de déontologie minimales, cette pratique apparaît plus risquée que celle qui résulterait d'un processus de gestion davantage formalisé.

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES

[21] La caisse détient environ 4,3 Mds€ d'actifs mobiliers, qu'elle gère majoritairement de manière déléguée, et 790 M€ d'actifs immobiliers détenus en direct à hauteur de 90 %.

[22] Les placements détenus à travers des fonds ne sont pas suffisamment suivis, et ce à différents stades de la gestion : les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté, sont sans lien avec le passif et laissent trop de marges de manœuvre aux gérants ; les conventions de gestion ne sont pas toutes à jour et la caisse ne suit pas les risques que présentent les fonds qu'elle possède. De plus, la caisse ne respecte ni les règles d'admissibilité, ni les règles de dispersion et, près de 40 % de ses placements ne seraient pas admis en détention directe.

[23] La caisse a, en effet, fait le choix dès l'allocation stratégique adoptée en 1996 de ne détenir qu'un minimum d'obligations, afin de satisfaire les contraintes réglementaires. Toutefois, l'analyse ligne à ligne du portefeuille a conduit à constater que ces contraintes de dispersion ne sont respectées qu'au moyen d'une ventilation incorrecte de certains produits financiers. Au total, après retraitement, les actifs des catégories 1° à 5°, c'est-à-dire les actifs obligataires et assimilés de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale représentent 12,23 % des placements alors que l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale impose qu'ils en représentent au moins 34 %. En outre, la caisse détient des instruments non admissibles à hauteur de 1,2 Mds€ (soit 23,6 % du total des réserves). Pour l'essentiel, ces actifs inadmissibles sont des fonds contractuels devenus non admissibles en 2011 suite à un changement de réglementation, et pour une faible part des fonds immobiliers n'ayant pas une vocation uniquement immobilière.

[24] La caisse détient enfin au travers d'OPCVM une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct. Certains de ces OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de surexposition (utilisation de l'effet de levier permis par ces instruments), alors que les dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002 modifié autorisent leur usage aux seules fins de couverture. De même, un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change qui rend impossible la vérification de la contrainte de congruence des devises. L'usage des OPCVM permet également de contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements. En l'occurrence, la caisse s'expose à des émetteurs ou des devises situés dans des pays émergents (Inde, Malaisie, Russie, pays d'Amérique du sud…). Elle détient également des fonds de produits structurés dont le suivi nécessite un niveau de contrôle interne, une puissance de calcul informatique et des compétences techniques en matière de valorisation dont la caisse est dépourvue.

1. LA CAISSE GERE ENVIRON 5 MDS€ DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES MEDECINS

[25] La Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF) est une section professionnelle de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL).

1.1. La caisse gère plusieurs régimes mais le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves

[26] La caisse couvre le médecin et son conjoint collaborateur :

- les médecins sont couverts par trois régimes obligatoires de retraite (régime de base, régime complémentaire vieillesse et régime des avantages sociaux de vieillesse), un régime d'invalidité obligatoire, un régime de préretraite en extinction et un régime de retraite facultatif par capitalisation (CAPIMED – contrat loi Madelin voir *infra*),
- les conjoints collaborateurs sont couverts par deux régimes obligatoires depuis le 1er juillet 2007 (régime de base et régime complémentaire vieillesse), une prévoyance obligatoire et un régime de retraite facultatif. Ces régimes sont inclus dans ceux des médecins mais s'en distinguent par des paramètres différents.

1.1.1. La CARMF gère administrativement le régime de base pour le compte de la CNAVPL

[27] La réforme du régime de base des professions libérales est intervenue à la suite de la loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, avec effet au 1er janvier 2004. Cette réforme avait pour objectif de mettre en place un régime unique, donnant pour un même niveau de revenu et à cotisations égales des droits égaux, quelle que soit la section professionnelle.

[28] La CNAVPL comprend 10 sections et assure la gestion du régime de base et de ses réserves (article L. 641-2 du code de la sécurité sociale-CSS). Les sections professionnelles recouvrent les cotisations et transfèrent leur produit à la CNAVPL. Cette dernière verse ensuite aux sections le montant des sommes nécessaires à la gestion administrative, à l'action sociale et au service des allocations.

1.1.2. La caisse couvre le risque invalidité décès

[29] Le décret n°2011-699 du 20 juin 2011 introduit trois classes forfaitaires de cotisations et de prestations pour les risques invalidité temporaire et invalidité définitive. Il détermine également les conditions d'affiliation et de cotisations obligatoires dans le régime des conjoints collaborateurs ou de leur conjoint professionnel libéral.

[30] Ce régime n'a pas été audité par la mission.

1.1.3. Le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves

[31] Ce régime de retraite est un régime par points, dont la valeur de service est déterminée chaque année par le conseil d'administration71.

[32] Est affilié obligatoirement au régime complémentaire d'assurance vieillesse dans les conditions prévues par le décret n° 49-579 du 22 avril 1949 modifié, tout médecin assujetti au régime de base, en exécution de la loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

[33] Pour liquider ses droits à retraite complémentaire, l'affilié doit :

- être âgé de 65 ans ;
- avoir acquitté ou avoir été exonéré de toutes les cotisations exigibles depuis l'affiliation jusqu'à la date de la retraite ;
- cesser l'exercice de la médecine non salariée (le bénéfice de la retraite complémentaire peut toutefois être cumulé avec l'exercice d'une activité libérale à condition que cet exercice procure des revenus nets inférieurs au seuil prévu au deuxième alinéa de l'article L. 643-6 du code de la sécurité sociale) ou que l'intéressé ait liquidé tous ses régimes de retraite.

[34] La réforme du régime complémentaire a été entreprise en 1995 après que des projections de long terme ont été établies. Elle avait pour objectif de permettre le maintien, après 2020, du niveau des allocations, grâce à la constitution de réserves. A cette fin, la cotisation est devenue entièrement proportionnelle aux revenus non salariés.

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

[71] Article 26 des statuts du régime complémentaire d'assurance vieillesse.

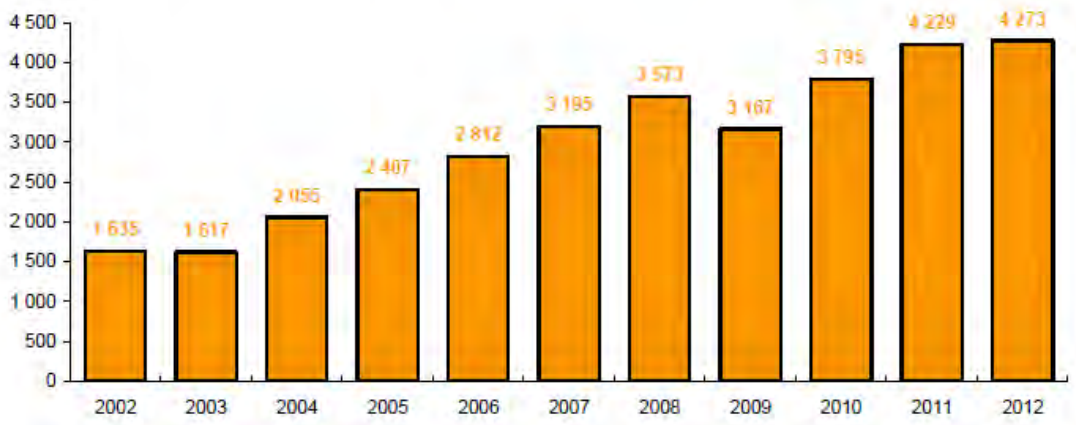
[35] La cotisation du régime complémentaire a été appelée en 2011 au même taux qu'en 2010 (9,2 %) conformément à la décision du conseil d'administration.

[36] Un relèvement du plafond de l'assiette de calcul, normalement constituée des revenus libéraux, a été opéré, à hauteur de 3,5 fois le plafond annuel de la sécurité sociale en vigueur au 1er janvier de l'année72.

[37] Fin 2011, le montant des provisions[73] représente environ 6 ans d'allocations.

Schéma 6 : Les réserves du régime complémentaire depuis 2002

Les provisions, depuis 2002, s'élèvent au 1er janvier de chaque année à **(en millions d'euros)** :



Source : CARMF, Rapport du Directeur 2011

[38] Le régime complémentaire est à l'origine de la majeure partie des réserves.

Tableau 3 : Répartition des réserves par régime

Régimes	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Invalidité - décès	272,4	282,7	298,6	248,0	281,1	318,2
ASV	463,6	501,0	521,9	479,3	513,9	461,4
RCO	**2 810,3**	**3 195,3**	**3 573,3**	**3 166,9**	**3 794,6**	**4 229,2**
Fonds d'action sociale	57,4	61,6	64,0	68,0	72,5	76,3
TOTAL	3 603,7	4 040,6	4 457,8	3 962,2	4 662,1	5 085,1

Source : IGAS d'après données CARMF, chiffres en M€.

[72] Décret n° 2010-1253 du 21 octobre 2010.
[73] Le terme « provision » est utilisé de manière impropre par la CARMF (voir encadré).

1.1.4. Le régime avantage social vieillesse (ASV), récemment réformé, n'est pas piloté par la CARMF

[39] Ce régime a été institué par le décret n°62-793 du 13 juillet 1962. Il concernait les médecins qui exercent la médecine non salariée sous convention, ainsi que les autres professionnels de la santé (chirurgiens dentistes, auxiliaires médicaux…) et l'affiliation était volontaire. En contrepartie de l'acceptation par les médecins des tarifs d'honoraires conventionnés en secteur 1, les 2/3 de la cotisation du régime ASV sont acquittés par les caisses d'assurance maladie alors qu'elle est intégralement à la charge des médecins conventionnés en secteur 2.

[40] Ce régime a été plusieurs fois réformé. En 1999, une réflexion d'ensemble sur son avenir a été engagée avec les syndicats médicaux, notamment en raison de la dégradation du rapport démographique cotisants / retraités.

[41] Mais c'est finalement en 2011 que le régime a été profondément réformé, à la suite de la loi n° 2005-1579 du 19 décembre 2005, dont le décret d'application n'était pas paru jusqu'alors.

[42] Au terme de cette réforme, le régime, porté par la caisse (CSS, art. L. 645-4), n'est pas piloté par elle : les cotisations sont fixées par décret (CSS, art. L. 645-2 pour la cotisation forfaitaire et L. 645-3 pour la cotisation d'ajustement), de même que les prestations (CSS, art. L. 645-5).

[43] Le décret n°2011-1644 du 25 novembre 2011 prévoit des hausses de cotisations, assises sur les revenus conventionnés, et des baisses de pensions, qui sont entrées en vigueur au 1er janvier 2012. Elles seraient toutefois insuffisantes, d'après la caisse, pour assurer l'équilibre financier du régime au-delà des années 2020. Une clause de rendez-vous a été fixée à 2015.

[44] La solution retenue par les pouvoirs publics a fait l'objet de nombreux et vifs débats au conseil d'administration de la CARMF, comme en témoignent les comptes-rendus mis à la disposition de la mission.

1.1.5. Le régime de préretraite s'éteindra fin 2012

[45] Cette allocation de remplacement de revenu était une préretraite avant 65 ans. Le régime a été réformé en 1996 et fermé en 2003. Les derniers bénéficiaires sont au nombre de 130 en 2011 et de 30 en 2012.

[46] Ce dispositif74 de cessation anticipée d'activité dit « MICA », est géré techniquement par la CARMF. La CNAMTS en porte le risque financier au travers d'un fonds (FORMMEL, puis FAC)75.

[47] Ce régime n'a pas été audité par la mission.

1.1.6. La caisse gère un régime « Madelin » par capitalisation

[48] L'article L. 644-1 du code de la sécurité sociale dispose que *« des régimes complémentaires facultatifs peuvent être établis à la demande du conseil d'administration de la caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales dans les conditions fixées par le code de la mutualité »*. L'arrêté du 15 décembre 1994 (JO du 6 janvier 1995) approuve *« les dispositions du règlement relatif au régime complémentaire facultatif d'assurance vieillesse des médecins dit CAPIMED géré par la caisse autonome de retraite des médecins français »*.

[74] Loi n°88-16 du 5 janvier 1988.
[75] Ordonnance n° 96-345 du 24 avril 1996.

[49] Ce régime, destiné aux médecins cotisants et aux allocataires76 (article 2 du règlement), est géré par points en capitalisation (article 1er du règlement). Il permet à l'adhérent de bénéficier de la défiscalisation prévue à l'article 24 de la loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle77 (loi dite Madelin).

[50] Le régime juridique applicable à CAPIMED est en théorie celui du code de la mutualité. En pratique, les dispositions du code de la mutualité sont assez librement interprétées par la CARMF et par le commissaire aux comptes qui certifie les comptes du régime78. Ainsi, les comptes annuels certifiés ne sont pas établis conformément au plan comptable applicable aux mutuelles en application du règlement n° 2002-06 du 12 décembre 2002 du comité de la réglementation comptable. À titre d'exemple, le tableau des engagements reçus et donnés n'est pas fourni, pas plus que l'état récapitulatif des placements qui pourtant « figure obligatoirement dans l'annexe » ; l'état détaillé des placements n'est pas ventilé selon les modalités de comptabilisation des actifs financiers idoine79, etc...

[51] Au 31 décembre 2011, CAPIMED gérait les droits de 3 223 assurés (2 556 assurés en phase de constitution de rente et 667 rentiers). Les moyens de communication institutionnelle de la caisse (« lettre CARMF » ou site internet par exemple) peuvent être mis à contribution afin de recruter des assurés, comme le montre l'encart à caractère publicitaire suivant issu d'une lettre CARMF destinée aux affiliés de la caisse :

Retraite CAPIMED
(loi Madelin)

6 bonnes raisons de choisir CAPIMED
pour créer votre rente à votre rythme !

> Optez pour une gestion financière sans risque,
> Profitez d'une déductibilité fiscale attrayante,
> Bénéficiez d'un rendement performant et régulier,
> Choisissez vous-mêmes vos cotisations,
> Constituez votre rente à des frais très réduits,
> Réglez vos cotisations par prélèvements mensuels (demande à effectuer avant le 15 avril).

Je souhaite recevoir, sans engagement de ma part, le dossier d'adhésion au régime CAPIMED (contrat Loi Madelin).
(réservé aux médecins en exercice et aux conjoints collaborateurs en activité âgés de moins de 70 ans)

Nom
Prénom
Adresse
Code postal Ville
Numéro de cotisant CARMF
Date de naissance
jour mois année

Lettre CARMF - n°32 - JUIN 2010 6

Source : Lettre CARMF n°32 (juin 2010).

[76] La notion d'allocataire n'est pas définie dans le règlement du régime CAPIMED.

[77] Cette loi modifie l'article 154 bis du code général des impôts dans le sens de la déduction du bénéfice imposable des professions non commerciales les « *cotisations aux régimes facultatifs mis en place dans les conditions fixées par les articles L. 635-1 et L. 644-1 du code de la sécurité sociale par les organismes visés aux 1°, 2° et 3° de l'article L. 621-3 et aux articles L. 644-1 et L. 723-1 du code de la sécurité sociale pour les mêmes risques et gérés dans les mêmes conditions, dans une section spécifique au sein de l'organisme* ». Cet article semble faire référence aux sections professionnelles de la CNAVPL.

[78] Il résulte au demeurant des dispositions combinées des articles L. 114-38 et D. 114-10 du code de la mutualité qu'un commissaire aux comptes suppléant devrait également être désigné.

[79] C. mut., art. R. 212-52 pour les titres amortissables et C. mut, art. R. 212-53 pour les titres non amortissables.

[52] Les placements s'élevaient à 259,2 M€ venant en représentation de 241,8 M€ de provisions techniques. Les fonds propres du régime (selon la terminologie retenue par la caisse et certifiée par le commissaire aux comptes) s'établissaient à 20,5 M€. La collecte s'est établie en 2011 à 17,1 M€.

[53] Ce régime n'a pas fait l'objet d'un audit spécifique de la mission.

1.2. Le rapport cotisants-allocataires se détériore lentement

1.2.1. La démographie médicale est largement déterminée par le numerus clausus

[54] Au 31 décembre 2011, les médecins cotisants constituent un effectif de 126 329 personnes et les conjoints collaborateurs représentent 2 081 personnes.

[55] Les médecins retraités sont au nombre de 44 188, parmi lesquels 5 940 cumulent retraite et activité libérale.

[56] L'année 2011 a confirmé la tendance observée depuis quelques années de hausse progressive du nombre d'allocataires, l'effectif des cotisants devant sa stabilité à l'apport des médecins en cumul retraite/activité libérale, sans lequel il diminuerait de 1,2 %.

1.2.2. Le résultat technique demeure pour l'heure excédentaire

[57] Le résultat technique de l'exercice 2011 reste largement excédentaire dans le régime complémentaire, mais déficitaire dans l'ASV à hauteur de 93,3 M€.

Tableau 4 : Compte de résultat synthétique (en k€)

k€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cotisations	1 251 139	1 280 964	1 311 264	1 380 606	1 393 545	1 437 175
Prestations – droits propres	778 048	827 254	886 053	960 687	1 035 306	1 124 984
Prestations – droits dérivés	224 283	231 785	239 309	247 051	252 879	259 207
Résultat technique	248 808	221 925	185 902	172 868	105 360	52 984
dont ASV	*25 196*	*16 771*	*7 117*	*-29 786*	*-68 950*	*-93 345*
Résultat financier	207 287	215 834	-673 611	521 379	336 429	-92 745
Taux de rendement comptable[80]	6,16 %	5,65 %	-15,85 %	12,38 %	7,80 %	-1,90 %
Autres produits	6 658	5 610	5 057	7 638	7 710	9 810
Autres charges	30 155	28 472	25 829	29 659	35 269	36 170

[80] Le taux de rendement comptable est le quotient des produits financiers par le niveau moyen des réserves.

Résultat total avant affectation	432 598	414 897	-508 481	672 226	414 230	-66 121

Source : IGAS d'après données CARMF (champs : RCO+ASV+invalidité-décès)

[58] En 2011, la CARMF a reçu 1 437 M€ de cotisations (+3,1 %) et a versé 1 384 M€ de prestations (+7,5 %).

[59] Les résultats financiers connaissent de fortes variations sur la période, largement influencés par la conjoncture des marchés financiers. En 2008, la caisse a perdu, en ordre de grandeur, l'équivalent de sept mois de prestations.

[60] Au 1er janvier 2012, après affectation du résultat, ces réserves représentent 5 022 M€ et se répartissent de la manière suivante :

- régime complémentaire : 4 273 M€ ;
- ASV : 361 M€ ;
- invalidité-décès : 309 M€.

1.3. La gouvernance de la caisse suit le modèle classique d'une direction contrôlée par un conseil d'administration

[61] La caisse est organisée selon le modèle des sections professionnelles de la CNAVPL : un conseil d'administration règle les affaires de l'organisme (CSS, art. R. 641-2), et nomme et met fin aux fonctions des directeur et agent comptable (CSS, art. R. 641-4).

1.3.1. Le conseil d'administration est majoritairement élu par les affiliés

[62] L'assemblée générale regroupe les délégués (au nombre de 475), qui élisent les administrateurs.

[63] Ce conseil d'administration est composé de 28 administrateurs titulaires, parmi lesquels 23 sont élus. Il est renouvelé par moitié tous les trois ans. Le président, administrateur coopté, est en fonction depuis 1997 et vient d'être renouvelé par le conseil d'administration installé le 8 septembre 2012.

Tableau 5 : Composition du conseil d'administration

Administrateurs	Nombre
Elus parmi les délégués départementaux	23
dont collège des cotisants	*19*
dont collège des retraités	*2*
dont collège des conjoints survivants retraités	*1*
dont Bénéficiaires du régime invalidité-décès	*1*
Présentés par le conseil national de l'ordre des médecins et agréés par les administrateurs élus	2
Cooptés par le conseil d'administration	3

Source : CARMF

[64] Il existe également un bureau composé de 8 membres, émanation du conseil d'administration.

[65] La caisse dispose également de

- 2 commissions réglementaires :
- la commission de recours amiable (4 titulaires – 4 suppléants),
- la commission des marchés (5 titulaires – 5 suppléants) : en 2011, 12 marchés ont été attribués pour un montant estimatif de 5,4 M€ HT.
- 4 commissions statutaires :
- commission des placements (au moins 3 administrateurs mais ils sont en pratique une quinzaine). Elle possède un comité restreint qui prend les décisions urgentes. Elle détermine l'allocation tactique des actifs,
- commission du fonds d'action sociale,
- commission de contrôle (3 titulaires et 3 suppléants) comptable,
- commissions médicales (contrôle de l'incapacité temporaire d'exercice, de reconnaissance de l'invalidité définitive, d'examen des demandes de reconnaissance de l'inaptitude).

[66] Comme le précise l'article 13 du règlement financier, trois instances sont particulièrement impliquées dans la gestion financière :

- le conseil d'administration, qui *« adopte l'allocation stratégique d'actifs, les orientations annuelles de la politique de placement et décide des placements de la caisse »* ;
- la commission des placements, qui se réunit dans les faits avant chaque conseil d'administration, soit quatre à cinq fois pas an, et qui *« détermine l'allocation tactique d'actifs et choisit les investissements en valeurs mobilières de la caisse »* ;
- il existe aussi un comité restreint de placement *« composé du Président et d'administrateurs désignés par le Conseil d'administration [qui] peut être consulté par le Directeur en cas d'urgence »*.

[67] C'est le *« directeur assisté des services concernés de la caisse qui propose aux organes délibérants les allocations stratégique et tactique d'actifs, les orientations annuelles de la politique de placement, et les choix d'investissements. Il est chargé de l'exécution des décisions des organes délibérants. Il peut recevoir délégation du conseil d'administration pour certaines opérations de placement »*.

[68] La commission des placements devrait d'après l'article 13 du règlement financier se réunir tous les mois et il conviendrait donc de mettre à jour le règlement financier pour mettre en accord la théorie et la pratique.

Recommandation n°24 : Le règlement financier doit être mis à jour pour prendre en compte les évolutions de la gouvernance décidées par les conseils d'administration successifs.

1.3.2. Les services de la caisse sont dirigés par un directeur qui s'appuie sur 6 personnes pour gérer des placements mobiliers à hauteur de 4,3 Mds€ en valeur de réalisation et 6 personnes pour des placements immobiliers à hauteur de 790 M€

[69] L'effectif total de la caisse au 31 décembre 2011 est de 237,44 équivalents temps plein.

[70] Le personnel a un statut de droit privé. La caisse dispose d'un accord d'entreprise mais n'est rattachée à aucune convention collective.

[71] Elle est organisée en 3 divisions techniques :

- cotisants : service affiliation, service recouvrement contentieux, juridique, commission de recours amiable ;
- allocataires : liquidation des retraites ;

- prestations de la prévoyance et pensions de réversion.

[72] La gestion du patrimoine immobilier de la caisse est confiée à un service immobilier comprenant, 6 personnes, dont sa responsable recrutée en 2011.

[73] La gestion des placements mobiliers est directement rattachée à la direction. La caisse dispose de 2 analystes financiers spécialisés sur les taux et 2 sur les actions. Ils sont épaulés par un middle office de 2 personnes. Le turn-over sur ces postes est faible :

- au service des actions, la gérante travaille depuis 25 ans pour la CARMF et était auparavant analyste financier pour une banque d'affaires. Son adjoint, présent depuis 2000, est titulaire d'un DESS « banque / finance » et a travaillé auparavant dans le contrôle interne financier. Au 31 décembre 2011, ils gèrent en direct 49 lignes pour un montant total de 389,1 M€ (en valeur de réalisation). Ils sont également en charge des relations avec les gestionnaires de fonds actions ;
- au service taux, le gérant travaille à la CARMF depuis 17 ans, après avoir débuté en gestion de patrimoine puis d'OPCVM. Son adjoint depuis 2005 est entré à la CARMF en 1998 dans le domaine de l'expertise comptable, avant de bénéficier de plusieurs formations et promotions internes. Ils gèrent en direct les obligations convertibles pour un montant de 44,5 M€ (en valeur de réalisation). Ils sont également en charge des relations avec les gestionnaires de fonds taux.

[74] La caisse ne dispose cependant pas des compétences humaines ni techniques (notamment informatiques) permettant d'évaluer les produits complexes au moyen d'une analyse quantitative (voir *infra*).

1.3.3. La caisse est pour l'essentiel soumise aux dispositions des articles de R 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale en matière financière

[75] Les instruments admissibles en représentation des réserves de risque doivent appartenir aux catégories réglementaires figurant aux articles R. 623-3 du code de la sécurité sociale et rappelées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 6 : Catégories réglementaires

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

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

[76] Par ailleurs, l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale précise les limites suivantes : *« l'ensemble des actifs détenus par chaque organisme au titre des réserves des risques gérés doit respecter les limites suivantes :*

- *34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que pour les actifs du 5° de ce même article dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de ces mêmes valeurs ;*
- *5 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés au 6° de l'article R. 623-3 ;*
- *20 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3 ;*
- *10 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 11° et 12° de l'article R. 623-3.*

[77] *Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des organismes :*

- *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.*

[78] *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° de l'article R. 623-3. »*

[79] La caisse est, en outre, soumise aux dispositions de droit commun du code monétaire et financier.

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS NE DEFINIT PAS D'OBJECTIFS CLAIRS ET N'EST PAS SUFFISAMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF

2.1. Les flux techniques sont régulièrement suivis

[80] Le régime complémentaire a été réformé en 1995, en raison de ses perspectives démographiques. Après analyse des études actuarielles, le conseil d'administration a alors voté la constitution de réserves, dont les excédents devaient permettre limiter l'augmentation de la cotisation à partir de 2020.

[81] Depuis 1996, une part de la cotisation est mise en réserve. D'un tiers en 1996, cette part s'élevait à 16% en 2011.

[82] La direction insiste sur le fait que la caisse pratique une gestion liant l'actif au passif. De fait, la caisse dispose de compétences en interne au sein d'une cellule « statistiques et études actuarielles » pour réaliser des études et des projections : les équipes comptent ainsi une démographe depuis 1985 et le directeur dispose de compétences actuarielles. La caisse reproduit ces travaux tous les ans.

[83] D'un point de vue technique, les entrées sont estimées à partir du numerus clausus de la profession, complétées par des études ponctuelles simulant l'installation de médecins étrangers. Les sorties peuvent être causées par décès, mais aussi, pour les actifs, par cessation de l'activité libérale (prise en compte par un taux de chute global constant à tout âge de 20 % du numerus clausus) ou entrée en invalidité. La caisse cale la mortalité prévue sur la mortalité constatée (tables d'expérience sans certification d'un actuaire indépendant). Ces tables sont plus prudentes que celles de la population générale. Les taux de réversion ainsi que la différence d'âge entre tête principale et réversataire sont également calées sur des données historiques : la caisse suppose ainsi qu'un couple dont la tête principale est un homme a une tête secondaire de 6 ans plus jeune alors que cet écart tombe à 2 ans lorsque la tête principale est une femme.

[84] Les médecins sont ensuite supposés voir leur nombre de points acquis augmenter de 1,2 % par an, et une hypothèse de revalorisation de la valeur du point est appliquée, ce qui permet, en faisant vieillir le portefeuille d'assurés, d'obtenir des projections de flux techniques.

[85] Les études sur le régime ASV sont de même nature81.

[86] Les études menées par la caisse sont fournies annuellement à la CNAVPL dans le cadre de la certification de ses comptes ou de ses relations avec le Conseil d'orientation des retraites (COR) dans une optique prospective.

2.2. La politique de placements se limite à un règlement financier vague

[87] Le règlement financier de la CARMF, entré en vigueur au 1er janvier 2004, présente quatre chapitres qui devraient définir sa politique de placement :

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

[88] Il apparaît toutefois que le contenu de ces chapitres, généralement trop vague ou dans un champ trop restreint, ne permet pas de définir la politique de placements de la caisse.

2.2.1. Les objectifs et le cadre de la politique de placement sont globalement définis

[89] L'objectif de la constitution de réserves n'est pas mentionné dans le règlement financier. Leur origine remonte à une décision du conseil d'administration du 22 avril 1995, non reprise dans le règlement financier qui prévoit « *une augmentation progressive [du taux de cotisation] étalée sur 10 ans pour atteindre 14 % en 2005, sans attribution de points supplémentaires. Cette augmentation permettra de constituer des provisions mobilisables pour répondre aux difficultés démographiques dans 20 ans* ».

[90] S'il ne définit pas explicitement la doctrine de constitution et de reprise des réserves, le règlement financier intègre cependant la nécessité de répondre aux « *contraintes de flux financiers* » et d'intégrer « *la politique de ressources et de charges arrêtée par la caisse* » (article premier). Pour ce faire, la caisse doit effectuer des projections financières permettant de déterminer « *un échéancier, année par année, de ses flux financiers dans le but de piloter sa politique de ressources et de charges* » (article 5). Ces travaux « *font périodiquement l'objet d'une synthèse, transmise au Conseil d'Administration de la caisse par le Directeur* » (article 14).

[81] En théorie, le montant de la cotisation forfaitaire annuelle est le même (4 140 € en 2011) quel que soit le secteur dont relève le médecin. La différence réside dans le fait que cette cotisation est intégralement à la charge du médecin en secteur 2 alors qu'elle est prise en charge à hauteur des 2/3 par l'assurance maladie pour le médecin en secteur 1.

[91] Le règlement financier mentionne, dans les principes qu'il définit, la sécurité des placements et le rendement attendu :

- « *les modalités de gestion de la caisse en matière de* ***sécurité*** *et de* ***rendement*** *des placements sont adaptés à sa situation et à ses objectifs* » (article premier) ;
- « *la caisse adopte une politique de placement qui intègre les notions de* ***rendement****, de* ***risques*** *et de* ***prudence*** » (article 4) ;
- la CARMF « *estime, par une analyse des marchés financiers, les perspectives de* ***risque*** *et de* ***rendement*** *des différentes classes d'actifs* » (article 6) ;
- la caisse s'assure de « *la gestion de ses actifs la plus* ***sûre*** *et la plus efficace possible* » (article 8) ;
- « *la caisse place ses actifs de manière diversifiée dans un objectif de* ***sécurité****, de* ***qualité*** *et de* ***rentabilité*** *du portefeuille […]. La caisse exerce une surveillance des* ***risques*** *financiers* » (article 9) ;
- « *la caisse détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de* ***performance*** *et de* ***risques*** » (article 10).
- « *la caisse recherche les meilleures conditions en termes de* ***sécurité****, de prestations et de coûts en matière de conservation de ses actifs* » (article 11) ;
- « *les services financiers de la caisse établissent pour chaque réunion de la Commission des placements un compte-rendu […] de la situation du portefeuille faisant l'objet d'une gestion directe, notamment en termes de caractéristiques des ordres exécutés, de* ***performances****, de* ***ratios de risques*** *et de ventilation des actifs* » (article 17) ;
- « *le Directeur de la caisse soumet à la Commission des placements des propositions en matière de sélection d'OPCVM et de sociétés de gestion répondant aux contraintes de gestion en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de* ***performances*** *et de* ***risques*** » (article 18).

[92] Ces extraits permettent de souligner que le risque est, théoriquement, au cœur de la politique de placement de la CARMF.

2.2.2. Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées

[93] Le règlement financier ne précise ni l'univers de placement sur lequel la caisse souhaite intervenir, ni les options de gestion retenues, ni les modalités d'organisation de la gestion financière.

2.2.2.1. L'univers de placement n'est pas précisé

[94] Le règlement financier n'exclut *a priori* aucune classe d'actifs ni type d'actifs autorisés par la réglementation. Il est ainsi possible à la caisse d'intervenir sur des instruments financiers ne faisant « *pas l'objet d'une unicité de cotation ou présent[ant] une faible liquidité* » (article 17.1).

2.2.2.2. La gestion peut être aussi bien interne qu'externe

[95] L'article 9 du règlement financier impose que les placements de la caisse soient au moins pour partie gérés de manière directe. Elle doit alors, entre autres obligations posées par l'article 9, « exercer une surveillance des risques financiers, notamment en matière de qualité de crédit des émetteurs », ce qui indique que la gestion directe devrait présenter un caractère obligataire marqué, la qualité de crédit des émetteurs étant peu pertinente dans le cadre de la gestion « actions ». Dans les faits, la gestion directe actions porte sur plusieurs centaines de millions d'euros alors que la gestion directe obligataire ne concerne que 45 M€ environ.

[96] La caisse peut confier certains actifs en gestion déléguée (article 10) :

- au travers d'OPCVM ouverts (à un large public d'investisseurs) ;
- au travers de fonds dédiés (voir *infra*).

[97] Au final, le règlement financier permet trois types de gestion :

- directe ;
- au travers d'OPCVM ouverts ;
- au travers d'OPCVM dédiés.

2.2.3. Les OPCVM dédiés permettent de s'affranchir de la réglementation applicable directement à la caisse

[98] Le règlement financier encadre formellement les OPCVM dédiés de la caisse, en précisant les contraintes imposées au gérant en matière :

- d'univers d'investissement ;
- d'objectifs de performance ;
- d'objectifs de risque ;
- de comptes rendus de gestion.

[99] Une convention de gestion, comportant obligatoirement des clauses précisant la durée et les conditions de dénonciation de celle-ci, ainsi que les frais supportés par le fonds, doit être passée avec le gérant.

[100] Il n'est pas précisé dans le règlement financier que la caisse s'interdit d'investir au travers de FCP dans des actifs qu'elle n'aurait pas le droit de détenir directement. Donc les OPCVM détenus par la caisse pourraient :

- détenir des instruments financiers ne figurant pas sur la liste de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et dont la détention directe est interdite à la caisse ;
- détenir des instruments financiers autorisés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais dans des proportions excédant les limites imposées par l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale.

[101] Cela aurait pour effet de priver totalement d'efficacité la réglementation, tant du point de vue des règles d'admissibilité que de dispersion. L'examen des placements de la CARMF démontre que tel est le cas.

Recommandation n°25 : Le règlement financier devrait être précisé pour encadrer la gestion opérationnelle des placements.

2.2.4. Le règlement financier prévoit des mécanismes de contrôle

2.2.4.1. La caisse doit s'assurer de la compétence de l'ensemble des intervenants

[102] L'article 2 du règlement financier prévoit que « la caisse […] s'assure de la compétence des organes internes et externes ». La référence à des organes externes, au demeurant assez énigmatique, permet d'écarter l'acception juridique du mot « compétence » au profit de son sens technique.

[103] La caisse doit par conséquent s'assurer de la compétence de l'ensemble de ses organes, notamment délibératifs, dont les membres devraient être formés (voir *infra*).

2.2.4.2. Le règlement financier impose un contrôle strict de l'activité financière de la caisse, mais celle-ci n'est pas encore dans le champ du contrôle interne

[104] De nombreuses dispositions du règlement financier imposent un contrôle de conformité : « *[les modalités de gestion de la caisse en matière de sécurité et de rendement des placements] sont conformes aux dispositions prévues dans le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002* » (article premier), « l*a caisse met en place les moyens et les procédures permettant […] de s'assurer du respect de la réglementation* » (article 3), la caisse détermine la pondération de chaque classe d'actifs « *en fonction […] du cadre réglementaire* » (article 6), elle gère ses placements « *dans le respect de la réglementation en vigueur* » (articles 8 et 9), « *la caisse détermine les procédures de contrôles relatives […] à la satisfaction des contraintes réglementaires* » (article 12).

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

[106] De manière plus générale, le règlement financier pose le principe d'un contrôle interne : « *la caisse […] prévoit une organisation permettant d'obtenir la transparence et la sécurité de son fonctionnement* » (article 2) et « *met en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités* » (article 3).

[107] Un poste de contrôleur interne a été créé à la CARMF en septembre 2011 et le programme de travail établi par la direction a exclu dans un premier temps les placements financiers du champ du contrôle : le contrôle interne ne porte donc pour l'heure que sur les directions métier. Les travaux du contrôleur interne sont complétés par l'intervention annuelle des auditeurs de la CNAVPL sur une partie de la gestion métier et du régime de base.

[108] Il a été prévu que le contrôle interne se déploie sur les autres activités de la caisse, dont les placements, sans qu'un calendrier ait été arrêté à ce stade.

Recommandation n°26 : Étendre, à brève échéance, le périmètre du contrôle interne à la politique des placements.

2.2.4.3. Les règles de déontologie sont peu contraignantes

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

- l'intégralité des administrateurs ;
- les salariés connaissant de la gestion mobilière ou immobilière de la caisse, à l'exclusion par exemple des personnes intervenant comme stagiaire ou consultant.

[110] Le conseil d'administration lors de sa réunion du 24 janvier 2004, a défini les personnes suivantes en tant que « personnes sensibles » : les administrateurs titulaires, le directeur et ses adjoints, l'agent comptable et ses adjoints, le responsable de l'immobilier et son adjoint, les responsables et assistants de gestion du service gestion de portefeuille[82].

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

- « *relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers collaborant directement ou indirectement avec la caisse* » ;
- « *existence […] d'un mandat d'administrateur dans une entité collaborant directement ou indirectement avec la caisse* » ;

[82] Extrait du CA du 09/09/09

- « *existence du bénéfice […] éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse* ».

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

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

Encadré : les voyages d'études de la direction

Pour l'année 2011, le Directeur indique avoir réalisé trois voyages d'étude : deux à l'invitation de la société AMUNDI (à Séville et New York) et un à l'invitation de la société EDMOND DE ROTSCHILD ASSET MANAGEMENT (en Chine).
Les programmes de travail fournis à la mission montrent que ces voyages de 3 à 7 jours laissent une large place aux visites culturelles et aux repas gastronomiques.
La mission note par exemple que le voyage d'étude en Chine du 25/11/11 au 01/12/11 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.
Le voyage à Séville comportait une conférence le vendredi 11 juin puis 3 jours de visite libre.
Sur demande de la mission, la direction a indiqué que « *des voyages ont pu être effectués avant 2011, mais la trace n'en n'a pas été conservée* ».

Recommandation n°27 : Le code de déontologie devrait être étendu et en particulier encadrer les cadeaux et invitations de la part des gérants de fonds.

2.2.5. La vision stratégique de la caisse fait défaut

[114] La vision stratégique de la caisse et de ses organes délibérants est fondée sur un unique objectif de rendement. Or, la mission souligne que les placements financiers des caisses ont pour objectif de contribuer au service différé des pensions de retraite complémentaire des affiliés. La stratégie de placement devrait donc faire référence à l'horizon temporel qui caractérise le passif de la caisse. À ce titre, il a plusieurs fois été mentionné oralement que la stratégie de placements devait aujourd'hui être revue pour que la CARMF soit en capacité de prélever dans ses réserves dès 2015. Cela démontre que le sujet de l'adéquation entre actif et passif commence seulement à être pris en compte sans toutefois encore être formalisé. En effet, cette inflexion dans la stratégie de placements ne transparaît pas dans les écrits qui ont été remis à la mission.

2.2.5.1. La stratégie immobilière a été récemment déstabilisée par l'achat d'un vignoble dans le bordelais

[115] La caisse a commandé en 2002 un audit, aujourd'hui daté, qui a fondé pendant une décennie sa politique immobilière. Bien que formalisée de manière insuffisante (voir *infra*), cette politique pouvait se résumer de la manière suivante, selon la présentation faite à l'automne 2011 aux délégués de la caisse par la personne responsable du service immobilier :

- les immeubles détenus en direct par la caisse sont situés à Paris QCA[83] et répondent à 3 critères : une adresse prestigieuse ; une qualité architecturale du bien ; de l'immobilier de bureau (et des commerces de manière accessoire). Les biens immobiliers situés hors de Paris QCA peuvent également, à titre dérogatoire, être acquis si les trois critères sont remplis. Par ailleurs, les biens immobiliers doivent présenter une bonne qualité technique, c'est-à-dire ne pas devoir faire l'objet de travaux à court ou moyen terme, la caisse ne souhaitant pas s'engager dans les marchés publics requis par les travaux lourds de rénovation ;
- à titre de diversification, une gestion déléguée à travers des sociétés à objet immobilier spécialisées (par exemple sur les surfaces commerciales en Allemagne) ou généralistes, en association (sous forme de « club deal ») avec d'autres investisseurs institutionnels (généralement des organismes assureurs ou d'autres caisses de retraite) ayant des contraintes similaires en termes d'horizon long de détention et de liquidité.

[116] La pondération souhaitée de ces deux poches n'est pas précisée, mais le portefeuille d'immeubles de bureaux détenus en direct est majoritaire dans les faits (voir annexe 2).

[117] Les éléments ci-dessus décrits auraient pu constituer l'ébauche, certes incomplète et informelle, d'une politique immobilière. Or, l'opération d'achat d'un vignoble (propriété foncière – voir encadré) initiée fin 2011 et conclue début 2012 ne s'inscrit en rien dans cette stratégie.

[118] En effet, la stratégie de diversification prévalant jusqu'à présent était mise en œuvre au travers de sociétés immobilières achetées conjointement avec d'autres investisseurs institutionnels. La détention directe d'un bien immobilier relevant pour partie de la réglementation des baux ruraux et pour partie d'un marché sensiblement éloigné de celui de Paris QCA risque également de poser des problèmes de compétence aux services immobiliers de la caisse.

[119] Au final, et sans même considérer l'intérêt financier très discutable au regard du rendement attendu et des risques pris par la caisse dans le cadre de cette opération, elle est surtout révélatrice d'une absence de vision stratégique.

2.2.5.2. L'absence de ligne conductrice en matière mobilière conduit à la constitution d'un portefeuille incohérent et segmenté

[120] La politique de placement mobilière aujourd'hui poursuivie n'étant pas formalisée, la mission a recherché son existence informelle dans les pratiques de la caisse.

[121] La caisse gère en direct :

- un portefeuille d'actions de grandes capitalisations boursières de la zone euro (membres du CAC 40 pour la plupart) ;
- un portefeuille d'obligations convertibles :
- un portefeuille d'obligations structurées.

[122] La gestion déléguée, qui représente 2,4 Mds€ en valeur de réalisation au 31 décembre 2011, est déployée sans souci de cohérence ni de coordination : chaque gérant travaille sans connaître les positions prises par les autres gérants, cette remarque valant également pour la gestion directe. Ainsi, plusieurs fonds peuvent avoir des secteurs d'intervention se recoupant sans être totalement identiques :

- L'obligation Peugeot de taux de coupon 4,45 % arrivant à échéance en 2016 (ISIN FR0010773226) apparaît dans 8 fonds différents et est aussi détenue en direct ;
- Le contrat à terme sur Bund arrivé à échéance en mars 2012 est vendu par trois fonds (acheteurs de protection) et acheté par un autre (vendeur de protection).

[83] Le quartier central des affaires (QCA) de Paris comprend le 8ème arrondissement, le sud du 17ème arrondissement, le nord du 16ème arrondissement et le sud du 9ème arrondissement.

[123] Par ailleurs, l'incohérence entre gérants se double d'une incohérence temporelle : la caisse investit sur les produits faisant l'objet d'une forte pression commerciale de la part de leurs promoteurs (« à la mode »), comme la gestion alternative dans le milieu des années 2000 ou les matières premières après la crise de 2007. Elle s'expose de plus en plus sur les marchés des pays émergents, sans s'inscrire dans une véritable stratégie d'ensemble autre que la diversification ou l'internationalisation, notions qui ne semblent pas véritablement comprises (voir *infra*).

[124] Au final, la politique de placements n'étant jamais révisée, elle conduit à une fragmentation par sédimentation du portefeuille : la mission décompte 33 FCP dédiés (en ce compris un FCP réservé à 20 investisseurs ou moins et détenu à 92 % par la CARMF) gérés par pas moins de 16 sociétés de gestion. Seuls sortent du portefeuille les fonds dont le rendement a déçu et entrent les fonds dont le rendement apparaît prometteur aux yeux de la caisse.

[125] Le cas des obligations structurées illustre cette absence de stratégie. La caisse justifie le recours à ce type d'instrument par un objectif de diversification. La mission s'interroge sur les éléments de la politique de placements ou même de l'allocation d'actifs arrêtés par la caisse conduisant à la détention d'actifs présentés comme obligataires mais dont le rendement est indexé sur :

- un indice proche du ratio de Sharpe[84] du fonds « Phenix Alternative Holdings » qui est un fonds de fonds de gestion alternative (SHARPE +) ;
- un contrat d'échange (*swap*) de volatilité entre la volatilité constatée (passée) et la volatilité implicite (future) des marchés actions de la zone euro (VOLARB) ;
- l'irrégularité du rendement d'un panier d'actions européennes (ABSOLUTE RENDEMENT) ;
- le rendement d'un indice de volatilité non coté (SGOE ALM OPTIMIZER).

[126] Il apparaît également que, pour l'immense majorité d'entre eux, les fonds détenus par la caisse – ainsi que les actions gérées en direct sans que la caisse soit en mesure de fournir le taux de rotation demandé par la mission – font l'objet d'une gestion active, sans que ce choix soit approuvé par le conseil d'administration. De plus, la justification d'une telle option de gestion fait également défaut.

2.3. La dernière allocation d'actifs formalisée date de 1996

[127] L'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale précise 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 »*. Il n'opère donc pas de distinction entre allocation stratégique et allocation tactique. La CARMF répond formellement à cette exigence générale lors de ses conseils d'administration du mois de janvier.

[128] Le règlement financier de la CARMF est plus précis (article 15) : *« le conseil d'administration se réunit au minimum une fois tous les cinq ans pour définir l'allocation stratégique d'actifs de la caisse. Le conseil d'administration peut procéder, après avis de la Commission des placements à une adaptation de l'allocation stratégique d'actifs, dans le cadre du rapport annuel fixant les orientations générales de la politique de placement des actifs de la caisse, prévu à l'article R. 623-10-4 »*.

[129] La CARMF distingue ensuite l'allocation tactique qui peut être définie par la commission des placements pour le court et le moyen terme.

[130] La caisse utilise la notion d'allocation stratégique avec un horizon temporel annuel, alors qu'une allocation stratégique est normalement arrêtée sur un horizon plus long, par exemple 5 ans. Cette utilisation crée de la confusion puisque l'allocation stratégique de la caisse se rapproche d'une allocation tactique (modifiée chaque année).

[84] Le ratio de Sharpe est le quotient de la rentabilité diminuée du taux sans risque et de la volatilité.

Recommandation n°28 : Arrêter une allocation stratégique sur cinq ans.

[131] Le compte-rendu du conseil d'administration de janvier 2011 ne permet pas de reconstituer l'allocation stratégique de la caisse mentionnée à plusieurs reprises lors des entretiens à savoir : 35 % obligations, 50 % action et 15 % d'immobilier.

[132] Lors des entretiens, la possibilité d'augmenter la poche immobilière jusqu'à 20 % et de baisser la part des actions a été plusieurs fois évoquée. Ces hypothèses ne sont pas retranscrites dans les documents fournis à la mission pour une période allant jusqu'au 31 décembre 2011. Le conseil approuve chaque année les orientations tactiques, qui découlent de ce cadre stratégique en tenant compte des flux d'investissements. Cette approbation est implicite.

2.3.1. L'allocation stratégique de 1996 est toujours formellement en vigueur

[133] Le document[85] fourni à la mission et rédigé en 1996 établit que *« l'allocation stratégique permet de fixer un double objectif-cible aux placements, en termes de rentabilité espérée et de risque de portefeuille »*.

[134] Il s'agit du seul document identifié comme tel ayant été remis à la mission, les autres documents relatifs à l'allocation stratégique étant des études qui seront détaillées ci-après.

[135] Ce document précise dès les premiers paragraphes que la rentabilité et le risque sont les deux notions fondamentales qui permettent d'évaluer « les attraits » des différents modes de placement. « Le risque traduit la probabilité d'un résultat s'écartant de l'espérance de rentabilité ».

[136] L'allocation tactique est également précisée selon les termes suivants : *« 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). »*.

[137] L'allocation stratégique proposée par la caisse après ses premières investigations résulte de la conclusion suivante : *« Il nous a semblé que l'horizon de placement éloigné dont le RCV dispose favoriserait la recherche de performance pour un niveau de risque toutefois bien contenu »*. Cela se matérialise dans les critères suivants :

- *« la rentabilité obtenue nette d'inflation est au minimum de 3 % l'an (en moyenne actuarielle) ;*
- *le portefeuille connaît un niveau de risque tel qu'au maximum la valeur boursière pourra baisser de 10 % (en francs courants) avec une probabilité de 95 % de moindre baisse ;*
- *les contraintes réglementaires doivent être satisfaites (34 % d'obligations françaises minimum) »*.

[138] La CARMF a sollicité des gestionnaires qui devaient proposer des allocations stratégiques respectant ces critères. À la suite de ces consultations, la CARMF a retenu l'allocation suivante :

- 34 % d'obligations – soit le minimum réglementaire ;
- 46 % d'actions dont 23 % sur l'étranger ;
- 20 % dans l'immobilier.

[85] Référencé CARMF – MM/OB/10/01/1996

[139] Concernant plus spécifiquement l'immobilier, à l'occasion des travaux réalisés lors de la définition de l'allocation stratégique en 1996, la Banque du Louvre[86] écrivait : *« la part de l'immobilier chez les investisseurs institutionnels en France serait un peu inférieure à 7 % alors qu'elle est de 18 % aux Etats-Unis. La tâche consistant à définir une rentabilité déflatée de même que le risque pour l'immobilier est délicate car les données sont fragmentaires. Nous pressentons que ce vecteur d'investissement constitue une bonne protection sur le long terme face à l'inflation. »*. La CARMF avait donc choisi de consacrer 20 % de ses placements au secteur immobilier.

[140] L'allocation effective en 2011 (35 % obligations, 50 % action et 15 % immobilier) diffère de celle adoptée en 1996, sans qu'une révision explicite en ce sens n'ait eu lieu.

[141] Il est pourtant précisé au 5.A) du document d'allocation stratégique de 1996 que cette ligne d'action stratégique sera régulièrement auditée *« de sorte que les résultats obtenus ne diffèrent pas significativement des prévisions établies sur la base d'une rentabilité escomptée et d'un risque intercalaire accepté »*. Aucun audit n'a été diligenté.

2.3.2. Des réflexions sur la stratégie des placements en 2001 aboutissent à une évolution de l'allocation tactique plus que de l'allocation stratégique.

[142] Conformément au règlement financier, l'allocation stratégique de 1996 aurait dû faire l'objet d'une nouvelle présentation au conseil d'administration en 2006, puis en 2011.

[143] Les documents fournis à la mission et datés de janvier 2001 font état de « réflexions sur la stratégie des placements », notamment autour de la constitution de fonds dédiés qui fournirait *« la possibilité de diversification internationale qui permet de réduire la volatilité et de diminuer le risque ; une gestion sur mesure pour l'institutionnel, une diminution des frais de gestion très substantielle par rapport aux fonds ouverts (SICAV-FCP. Cet argument n'est pas valable si on compare avec une gestion directe »*. Ces réflexions mentionnent également le fait que *« tant pour les actions que pour les obligations, le choix des gestionnaires pour les FCP dédiés non clonés pourrait être réalisés après un appel d'offre »*. En termes d'organisation, des réflexions ont lieu sur les attributions de la commission des placements qui pourrait *« déterminer les montants à investir, choisir les gestionnaires des FCP, ainsi que les valeurs gérées en direct »*.

[144] Ce document en date du 17 janvier 2001 n'est pas mentionné au compte-rendu du conseil d'administration du 27 janvier 2001 (voir annexe 3). A l'occasion de ce conseil d'administration, les résultats d'une étude générale sur les placements des caisses de retraite sont présentés et font l'objet d'une discussion rapportée au procès verbal qui porte sur les frais de gestion, ainsi que sur le choix à réaliser entre gestion directe et gestion déléguée. Forts de l'étude comparative avec les autres caisses de retraite, des administrateurs se félicitent des choix de la CARMF : *« Le Dr. X partage l'avis du Dr. Y qui considère que la gestion des placements de la CARMF est la meilleure »*. La décision est prise à cette occasion de *« la création de fonds dédiés par transfert de fonds gérés actuellement en direct ou au sein de Sicav ou FCP ouverts »*.

[86] Cité par la CARMF dans son document d'allocation stratégique de 1996.

[145] Lors du conseil d'administration du 21 avril 2001, au chapitre des questions financières et comptables est reprécisée la décision du 27 janvier 2001 : « *Suite à sa décision du 27 janvier 2001, et après discussion en Commission de Placements, le Conseil d'Administration décide la constitution de 5 fonds communs de placement dédiés de 30 millions d'euros chacun, composés de 50 % d'actions zone euro (indice de référence Eurostoxx 50) et de 50 % d'actions hors zone euro (indice de référence MSCI World pour 3 d'entre eux et Standard and Poors 500 pour les 2 derniers).*
Ces fonds seront investis d'ici à la fin de l'année 2001 avec les excédents de gestion technique et, le cas échéant, par un apport de titres détenus actuellement.

Le Conseil d'Administration décide, à cet effet, de lancer une consultation auprès des plus importantes sociétés de gestion opérant en France. Afin d'ouvrir au maximum la concurrence, cette consultation sera effectuée sur Internet (sans frais pour la CARMF) par l'intermédiaire de la Société AMADEIS, spécialisée dans ce domaine, ce qui permettra de consulter une quarantaine de sociétés de gestion.

La sélection s'effectuera en fonction des réponses au cahier des charges et à un questionnaire sur les caractéristiques, le processus d'investissement et les résultats desdites sociétés, après présélection sur dossier et audition par le comité restreint de placements, éventuellement complété par des administrateurs volontaires.
Par ailleurs, le Conseil d'Administration décide le lancement d'une consultation, également sur Internet, par l'intermédiaire de la Société B. FINANCE, pour la constitution d'un fonds commun de placement dédié de 30 millions d'euros investi en obligations d'Etat zone euro (indice de référence CNO ETRIX global) ».

[146] La mission considère que les documents qui lui ont été fournis ne permettent pas de s'assurer du fait que l'allocation stratégique de 1996 a été revue et confirmée en 2001, comme l'indiquent les comptes-rendus des conseils d'administration des années 2006 à 2011. En effet, les décisions prises en 2001 s'apparentent davantage à de l'allocation tactique et ne font aucune référence à l'allocation stratégique.

2.3.3. Depuis 2001, les évolutions de l'allocation stratégique ne sont pas clairement identifiées

[147] D'après les documents fournis à la mission et les précisions recueillies lors des entretiens, les comptes rendus des conseils d'administration de janvier valent approbation de l'allocation stratégique des actifs, qui est donc annuellement validée. Ils contiennent en effet le « rapport sur les orientations générales de la politique des placements » dont le contenu est identique année après année (voir annexe 4). Par exemple le compte-rendu du conseil d'administration du 27 janvier 2007 :

« [Le directeur] rappelle en préambule que l'article R. 623-10-4 du Code la Sécurité Sociale institué par le décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 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 ; Ce rapport 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. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».
Le Conseil d'Administration de la CARMF a défini en 1996 une allocation stratégique d'actifs à partir de la projection à long terme des flux financiers des différents régimes gérés par la caisse. Dans le cadre de la réforme du régime complémentaire vieillesse mise en œuvre en 1996, il est prévu un excédent technique de ce régime jusqu'en 2018 permettant de constituer les provisions

nécessaires aux paiements des prestations à partir de 2020. Avec un horizon de placements de plus de 20 ans, l'allocation stratégique de la CARMF a privilégié les actions, classe d'actif ayant le meilleur rendement à long terme et a réduit la part des obligations au minimum réglementaire de 34 %, une part non négligeable étant réservée à l'immobilier (15 %). Cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %).
Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002). La part des obligations reste fixée au minimum réglementaire (34 %) et une diversification est recherchée avec les obligations convertibles, les obligations d'entreprises et la gestion alternative. Enfin, suite à un audit externe, la politique immobilière est centrée sur des immeubles de qualité très bien situés à Paris, avec arbitrage des immeubles de qualité moyenne en province, et diversification dans la pierre papier. »

[148] La mission considère que les documents de conseil d'administration devraient distinguer l'allocation stratégique telle qu'elle a été définie la dernière fois en 1996 et l'allocation tactique, le cas échéant, pour identifier les évolutions dans l'allocation d'actifs, année après année et en faciliter le suivi.

[149] L'allocation stratégique réexaminée en 2001 ne l'a pas été formellement depuis. Un nouvel examen de cette allocation tous les cinq ans, conformément au règlement financier devrait être demandé par le conseil d'administration : cela permettrait d'accroître la transparence de la gestion des placements vis-à-vis des administrateurs.

[150] Le 12 mai 2012 lors d'un séminaire à Bordeaux, le cabinet INSTI7 a fait une présentation à vocation pédagogique sur les allocations stratégiques et tactiques. Il s'agit de généralités sur l'allocation stratégique, suivies d'une revue simple des actifs de la CARMF au 31 décembre 2011.

Recommandation n°29 : Le conseil d'administration de la CARMF doit examiner et voter chaque année une allocation tactique clairement énoncée.

Recommandation n°30 : La CARMF doit chaque année établir et présenter au conseil d'administration un bilan complet de la réalisation de son allocation tactique et de sa conformité à l'allocation stratégique.

2.3.4. Les études réalisées en 2008 et en 2010 demeurent peu accessibles aux administrateurs

[151] AXA IM a réalisé à la demande de la CARMF deux analyses de son allocation stratégique d'actifs. L'objectif affiché de ces études était que la caisse vérifie que son allocation était cohérente avec son passif et de doter la caisse d'éléments d'analyse lui permettant d'optimiser son actif par rapport à ce passif théorique. Pour ce faire, la CARMF a fourni à AXA IM ses flux démographiques (passif théorique) et son portefeuille.

[152] Le résultat des deux études a confirmé dans les grandes lignes l'allocation choisie et la CARMF n'a donc pas fait évoluer son allocation initiale. Malgré ses demandes, la mission n'a pas eu à sa disposition d'éléments montrant que ces documents ont été étudiés en commission des placements, ni des suites qui y ont été données. La mission considère donc que ces travaux n'ont pas donné lieu à des discussions au sein du conseil d'administration.

[153] Par ailleurs, le document fourni par AXA IM en 2010 peut soulever des critiques :

- du point de vue formel, il a été indiqué à la mission que ces travaux ont été réalisés à titre gracieux, dans le cadre des relations commerciales entre la CARMF et AXA IM. La mission confirme qu'elle n'a pas trouvé de trace de ces études dans les récapitulatifs des marchés publics qui lui ont été fournis (voir *infra*) ;

- sur le fond, le modèle retenu par AXA IM n'est pas justifié. Ainsi, l'allocation stratégique est établie selon la méthodologie suivante qui ne prend en compte à aucun moment l'adéquation des flux d'actif avec ceux de passif :
- « *Étape 1 – Sélection des classes d'actifs à considérer dans le portefeuille et calibration de leur profil rendement / risque*
- *Étape 2 – Génération des scénarios de marchés par la méthode de Monte-Carlo (déformation des courbes de taux et évolution des différents marchés) afin de simuler un grand nombre de scénarios possibles sur chaque portefeuille analysé*
- *Étape 3 – Simulation des portefeuilles composant l'univers d'investissement*
- *Étape 4 – Analyse de l'allocation actuelle*
- *Étape 5 – Construction de la frontière efficiente*
- *Étape 6 – Analyse des portefeuilles efficients* »
- les modèles de valorisation des instruments financiers ne sont pas précisés : la courbe des taux suit un modèle à deux facteurs, sans précision sur le modèle retenu. On sait pourtant que les résultats peuvent différer sensiblement d'un modèle à l'autre. La même remarque s'applique aux modèles de diffusion actions, dont il est seulement précisé qu'ils sont à sauts systémiques et spécifiques (mais pas s'ils sont gaussiens ou poissoniens, par exemple) ;
- le calibrage des paramètres n'est pas justifié : ainsi en régime « normal » (par opposition aux régimes de crise supposés être modélisés par les sauts) selon le modèle d'AXA IM, les actions ont une volatilité de 16 %, sans qu'il soit démontré que ce niveau représente la volatilité moyenne du portefeuille actions de la caisse. Les corrélations entre actifs ne sont pas plus justifiées. Il est fait usage d'un modèle d'inflation ; or l'utilisation de ce type de modèles prête pour le moins à discussion[87].

[154] La caisse a par ailleurs lancé un appel d'offres à l'été 2012 portant « *sur une prestation d'étude de l'allocation stratégique d'actifs du régime complémentaire d'assurance vieillesse des médecins* ». Le cahier des clauses techniques particulières (CCTP) du marché précise que l'objectif de l'étude est de déterminer « *l'allocation stratégique d'actifs la mieux adaptée aux objectifs et aux contraintes de la CARMF* ». Ces contraintes sont les suivantes :

- respect des dispositions réglementaires applicables à la CARMF (décret de 2002) ;
- les réserves sont supposées avoir un rendement annuel en euros constants de 4 % (c'est-à-dire un rendement d'inflation + 4 %, ce qui peut paraître optimiste) ;
- la caisse accepte, annuellement, qu'avec une probabilité de 5 %, les réserves perdent 10 % de leur valeur.

[87] André BERNAY, *Rentabilité des actifs à long terme et risque inflation : enjeux de modélisation pour l'assurance*, mémoire d'actuariat, 2007 : « *Les modèles de type Wilkie privilégient l'observation empirique mais l'absence de justification théorique réduit leur légitimité pour des activités de prévision à long terme. Les modèles de type financier semblent plus cohérents avec la théorie économique et les pratiques financières, cependant les problèmes de calibrage et de manque d'adéquation aux observations empiriques réduisent la portée des résultats* ».

[155] La caisse formule le niveau de risque auquel elle est prête à s'exposer en termes de « Value at Risk » (VaR) : elle accepte un risque annuel tel que les pertes soient supérieures à 10 % de la valeur du portefeuille géré avec une probabilité de 5 %. À titre de comparaison, la directive « solvabilité II » prévoit que les assureurs peuvent accepter un risque de perte de l'ordre de grandeur de leurs fonds propres (soit, en assurance en France, environ 10 % de leurs placements88) avec une probabilité de 0,5 %. En ordre de grandeur, la caisse accepterait donc une perte aussi élevée qu'un assureur privé mais avec une probabilité 10 fois plus forte. La mission note donc une appétence au risque élevée, voire excessive, de la part de la CARMF.

[156] Les besoins du passif n'apparaissent aucunement dans les contraintes présentées *supra*. Les résultats attendus de l'étude sont :

- une évaluation de l'espérance de rendement et du risque du portefeuille de la CARMF ;
- « *l'allocation préconisée compte tenu du passif actuel, avec des variantes relatives au niveau de risque* » ;
- « *les ajustements éventuellement nécessaires des paramètres du régime* ».

[157] Le CCTP est rédigé de telle manière que les conclusions que l'on peut en attendre sont prévisibles : étant donné que la caisse attend un rendement important en étant prêt à prendre un risque élevé, l'allocation d'actifs – qui devrait, si l'on se fonde sur les hypothèses des précédentes études, supposer que les actions rapportent sensiblement plus que les obligations sur le long terme sans considération pour le risque d'impasse actif/passif – devrait consacrer une large place à la détention d'actifs risqués de type actions.

Recommandation n°31 : Faire réaliser un audit externe de l'allocation stratégique intégrant les contraintes de passif.

3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST INSUFFISAMMENT MAITRISEE

3.1. Les organes délibérants n'assument pas leur rôle de contrôle de la direction

3.1.1. Les documents communiqués à la mission ne permettent pas d'attester de débats relatifs aux placements, tant au conseil d'administration qu'à la commission des placements

3.1.1.1. Le conseil d'administration débat peu des orientations en matière de placements mobiliers

[158] Le conseil d'administration se réunit quatre à cinq fois par an.

[159] Le premier conseil d'administration de l'année, en janvier, est l'occasion d'un rapport sur les orientations générales de la politique de placements, dont le compte-rendu est produit selon un modèle immuable (voir Annexe 4) :

- la politique de placement de l'année précédente qui présente :
  - des généralités sur la conjoncture passée et les marchés de taux et d'actions ;
  - la politique des placements suivie, sur les valeurs mobilières et sur l'immobilier ;
  - les résultats obtenus en termes de performance tant pour la poche actions que pour la poche obligataire.

[88] Source : Autorité de contrôle prudentiel, conférence du 27 avril 2011. Les fonds propres ici visés sont ceux calculés dans le cadre de la 5ème étude quantitative d'impact.

- les orientations de la politique de placements pour l'année en cours :
  - des généralités sur les perspectives économiques et les marchés de taux et d'actions ;
  - les grandes orientations pour l'année N sur les produits de taux, les actions et l'immobilier. À titre d'exemple on peut citer les orientations 2006 sur les produits de taux, telles qu'elles figurent au compte rendu du conseil d'administration : *« les actifs à privilégier nous semblent être ceux adossés au cycle réel de l'économie mondiale à savoir les obligations convertibles ou structurées et la gestion alternative qui pourrait profiter d'un regain de volatilité sur les marché » ;*
  - le programme d'investissement indicatif qui détaille pour chaque régime les montants globaux d'investissements prévus et leur répartition entre les poches, voire au-delà ;
  - la seule mention qui est faite du risque est toujours la même, ne rappelant que *« cette allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %) »*. Comme indiqué *supra*, ce niveau de risque est en fait très important.

[160] Par ailleurs, les comptes-rendus analysés laissent apparaître que les sujets mobiliers sont traités lors de la commission des placements qui se tient la veille du conseil d'administration. Les questions immobilières sont traitées lors des conseils d'administration et le sujet est mentionné dans tous les comptes rendus analysés par la mission. La place consacrée aux débats sur les sujets mobiliers et immobiliers ne reflète pas leur poids dans le portefeuille de la caisse.

[161] Le conseil qui se tient au mois de juin est l'occasion de présenter le rapport de la commission de contrôle sur le bilan et les comptes de gestion de l'exercice N-1 (qui est également présenté chaque année à l'assemblée générale des délégués), ainsi que le rapport du directeur, qui porte en partie sur la gestion financière mais qui comprend également des éléments statistiques sur les cotisants et les allocataires.

[162] Certains séminaires à destination des administrateurs, comme en 2009 et en 2010 (présentation d'études actuarielles), ou en mai 2011 (présentation du projet d'investissement dans un vignoble bordelais) ont une partie consacrée aux placements.

[163] Le tableau suivant retrace les sujets abordés lors des conseils d'administration, depuis 2006 et montre que les administrateurs sont globalement informés, au moins quantitativement, sur les sujets financiers.

Tableau 7 : Sujets à l'ordre du jour des Conseils d'administration

Séance	Compte-rendu des activités de placement	Études actif et/ou passif / rapport cotisants è allocataires	Gestion mobilière	Gestion immobilière	Evolution des marchés financiers	Informations sur le portefeuille	Marchés publics	Sujets comptables	Mention de discussions sur les placements
28 janvier 2006	■	□	■	■	■	■	■	■	■
20 mai 2006	□	■	□	■	□	□	□	■	■
17 juin 2006	□	■	□	■	□	□	□	■	□
23 septembre 2006	■	□	■	■	□	■	□	■	□
13 octobre 2006	□	□	□	■	□	□	□	□	□
18 novembre 2006	□	□	□	■	□	□	□	□	□
27 janvier 2007	■	□	■	■	■	■	■	□	□
14 avril 2007	□	■	□	■	□	□	□	■	□

16 juin 2007	■	■	■	■	□	■	□	■	□
21 septembre 2007	□	□	□	■	□	□	□	□	□
17 novembre 2007	□	□	□	■	□	□	□	□	□
26 janvier 2008	■	□	■	■	■	■	■	□	□
19 avril 2008	□	■	□	■	□	□	□	■	□
21 juin 2008	■	■	■	■	□	■	□	■	□
22 novembre 2008	□	□	□	■	□	□	□	□	□
24 janvier 2009	■	□	■	■	■	■	■	□	□
25 avril 2009	□	■	□	■	■	□	□	■	□
20 juin 2009	■	□	■	■	□	■	□	■	□
19 septembre 2009	■	□	■	■	■	■	□	■	□
21 novembre 2009	□	□	□	■	□	□	□	■	□
30 janvier 2010	■	■	■	■	■	■	■	□	■
17 avril 2010	□	□	□	■	□	■	□	■	□
19 juin 2010	■	□	■	■	□	■	□	■	■
20 novembre 2010	□	■	□	■	□	□	□	■	□
22 janvier 2011	■	□	■	■	■	■	■	□	□
30 avril 2011	□	■	□	■	□	■	□	■	■
18 juin 2011	□	■	■	■	□	■	□	■	■
19 novembre 2011	□	□	□	■	□	□	□	□	□

Source : Mission IGAS d'après données CARMF. Un ■ signifie que le sujet a été évoqué ; un □ signifie que le sujet n'était pas à l'ordre du jour.

[164] Les rares fois où le contenu des débats en matière financière est retracé au procès verbal, le sujet porte sur des aspects institutionnels et pas sur les aspects techniques de la gestion des placements, comme l'illustre cet extrait du conseil d'administration du 20 mai 2006 : « *Le Docteur X rappelle ensuite que lors du séminaire des administrateurs du 19 mars 2006, il a été envisagé de créer une Commission de Réflexion sur l'orientation générale des placements afin d'améliorer le système actuel et souhaiterait que cette Commission soit effectivement mise en place dans les meilleurs délais.*
Après discussion, il est décidé que la première Commission pourrait avoir lieu en septembre à l'occasion du renouvellement du Conseil d'Administration, puis deux autres Commissions pourraient avoir lieu avant de la fin de l'année afin que la réflexion puisse aboutir avant l'examen de la note d'orientation sur les placements lors de la séance du Conseil d'Administration de janvier 2007 ».

[165] Ces discussions illustrent le besoin de réflexion – et donc le constat d'un déficit en la matière – formulé par certains administrateurs, mais n'ont pas connu de suite.

3.1.1.2. Les discussions de la commission des placements ne sont pas retracées

[166] La commission des placements se déroule systématiquement la veille du conseil d'administration (en 2006, elle avait lieu une fois par mois sauf juillet et août). Sa composition n'est pas figée et entre 15 et 20 administrateurs y participent, ce qui ne contribue pas à la fluidité des débats.

[167] Le compte rendu est toujours construit de la même façon :

- liste des opérations décidées par le conseil d'administration précédent et qui restent à réaliser ;
- liste des opérations annulées par la commission en cours ;
- choix de nouveaux investissements listés dans le compte rendu en distinguant les actions et les obligations.

[168] La réunion de janvier de l'année N fournit des détails sur les orientations de l'année N.

[169] Il n'est pas fait état dans les comptes-rendus de débats ou de questions sur les placements de la part des administrateurs. Aussi les comptes rendus représentent-ils tout au plus un relevé, au demeurant partiel, de décisions.

[170] En pratique, la commission des placements prend ses décisions d'achat ou de vente après examen des propositions des services de la caisse, qu'elle retient la plupart du temps. Les données de risque qui devraient être déterminantes dans les décisions n'apparaissent pas dans les comptes-rendus.

Tableau 8 : Sujets à l'ordre du jour des commissions des placements

Séance	Compte-rendu des activités de placement	Données de risque	Données sur les frais de gestion	Gestion mobilière	Informations sur le portefeuille	Mention de discussions sur les placements
27 janvier 2006	■	□	□	■	■	□
24 février 2006	■	□	□	■	■	□
17 mars 2006	■	□	□	■	■	□
21 avril 2006	■	□	■	■	■	□
19 mai 2006	■	□	□	■	■	□
16 juin 2006	■	□	■	■	■	□
22 septembre 2006	-	-	-	-	-	-
13 octobre 2006	■	□	□	■	■	□
17 novembre 2006	■	□	□	■	■	□
15 décembre 2006	■	□	□	■	■	□
26 janvier 2007	■	□	□	■	■	□
13 avril 2007	■	□	□	■	■	□
15 juin 2007	■	□	□	■	■	□
20 septembre 2007	■	□	□	■	■	□
16 novembre 2007	■	□	■	■	■	□
25 janvier 2008	■	□	□	■	■	□
18 avril 2008	■	□	■	■	■	□
20 juin 2008	■	□	■	■	■	□
21 novembre 2008	■	□	□	■	■	□
23 janvier 2009	■	□	□	■	■	□
24 avril 2009	■	□	□	■	■	□
19 juin 2009	■	□	□	■	■	□
18 septembre 2009	Simple approbation du compte rendu précédent					
20 novembre 2009	■	□	□	■	■	□
29 janvier 2010	■	□	□	■	■	□
16 avril 2010	■	□	■	■	■	□
18 juin 2010	■	□	■	■	■	□
19 novembre 2010	■	□	□	■	■	□
21 janvier 2011	■	□	□	■	■	□
29 avril 2011	■	□	□	■	■	□
17 juin 2011	■	□	□	■	■	□
16 septembre 2011	■	□	□	■	■	□
18 novembre 2011	■	□	□	■	■	□

Source : Mission IGAS d'après données CARMF. Un ■ signifie que le sujet a été évoqué ; un □ signifie que le sujet n'était pas à l'ordre du jour.

Recommandation n°32 : Les comptes-rendus des conseils d'administration et des commissions des placements doivent être revus afin de retranscrire les principaux débats, notamment ceux qui ont lieu sur les placements financiers.

3.1.2. Les décisions des administrateurs ne sont pas éclairées

3.1.2.1. Les éléments de décision en matière immobilière ne sont ni adaptés, ni suivis

[171] Les informations fournies aux administrateurs consistent en une description du bien et les principaux chiffrages de coûts et / ou de loyers. Il semble que le déterminant du choix des administrateurs soit le taux de rendement interne (voir annexe 5).

[172] La mission s'interroge sur le suivi qui est ensuite effectué de ce taux de rendement, dont il n'est pas fait mention dans les documents de compte-rendu mis à sa disposition.

[173] Ces comptes-rendus ne font pas ou très peu mention de discussions – souvent résumées par la formule lapidaire « le conseil décide » ou pour les décisions moins consensuelles par le résultat du vote – autour des placements immobiliers, qui ne sont par ailleurs pas discutés en commission des placements.

[174] Or, sur la période contrôlée, la politique immobilière a beaucoup évolué, à la faveur d'une diversification vers la pierre-papier, sur des produits de plus en plus complexes mais pour lesquels aucune information sur les risques n'est disponible pour les administrateurs.

[175] Certaines propositions, qui n'ont finalement pas donné lieu à un investissement, apparaissent particulièrement risquées dans leur contenu, comme celle proposée par la société AXA reproduite ci-dessous et pour laquelle le filtre des services est insuffisant au regard des exigences posées par le règlement financier :

	EUROPEAN ADDED VALUE FUND (EAVF)	REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND II (REPE 2)	ALTERNATIVE PROPERTY INCOME VENTURE (APIV)
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	Majorité Europe d'Ouest	Europe d'Ouest (un peu d'Europe Centrale)
	Immeubles	Parts de sociétés	Immeubles à risque (non classiques)
	France (32,5%) Italie (15%) Espagne (15%) etc		
	Bureaux (entre 30 & 60%)	selon opportunités	Maisons de retraite
	Locaux industr. (20 à 40%)	tous secteurs	Centres de loisirs
	Commerces (10 à 30%)	y compris hôtels et établissements de santé	Centres hébergement étudiants
			Entrepôts, Stations service
			Parkings
Limitation des risques	- l'investissement dans un pays ne peut être > à 40%		- investissement non Euro pas > 25%
			- un pays pas > 40% total portefeuille
	- l'investissement dans un secteur ne peut être > à 60%		- 20% mini dans secteurs principaux
			- aucun bien > 15% total portefeuille
	- aucun bien > à 20%	- aucun bien > à 20%	- aucun locataire > 15% total portefeuille
	- aucun locataire > 15%		- rénovation pas > 25% prix bien
	- au moins 50% d'emprunt taux fixe		

« Après un débat, le Conseil décide d'acquérir des parts du fonds European Added Value Fund (EAVF) pour un montant de 10 000 000 € et, dans l'hypothèse où les négociations concernant le projet d'investissement de l'immeuble situé 106/108, rue de la Boétie à Paris 8ème n'aboutiraient pas, de souscrire également 20 000 000 € dans le fonds Alternative Property Income Venture (APIV) »

Source : CARMF – conseil d'administration du 17 juin 2006

[176] Concernant le suivi des décisions, les comptes-rendus ne mentionnent pas de bilan de la politique suivie, si ce n'est dans le cadre du rapport de la commission des comptes, ce bilan succinct portant d'ailleurs uniquement sur les coûts de fonctionnement et la rentabilité.

[177] Il serait pertinent que des tableaux synthétiques sur les achats et les ventes soient mis à la disposition des administrateurs, comprenant des données de rendement mais aussi de risque (contentieux, taux d'occupation, etc.). Les administrateurs doivent aussi être en mesure de s'assurer que les décisions prises lors des conseils d'administration précédents ont bien été mises en œuvre comme prévu, ce qui n'est pas le cas si l'on se fie aux comptes-rendus des séances.

3.1.2.2. La commission des placements est noyée sous un flot d'informations inexploitables

[178] Les documents de travail mis à disposition des participants sont trop nombreux et mal ciblés. Par exemple, pour la réunion du 18 novembre 2011, les administrateurs 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 (voir l'annexe 6) :
    7. les informations statutaires (gestionnaire, dépositaire, etc.) ;
    8. 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 »*[89] ;
    9. les détails sur les pays, les secteurs, le type d'entreprise ;
    10. les frais de gestion ;
    11. les performances ;
    12. la volatilité (pour les fonds actions).
- des points spécifiques, par exemple un point sur le portefeuille d'obligations convertibles (voir Annexe 7). Le jargon utilisé dans la note apparaît difficilement compréhensible pour un administrateur non formé (voir *infra*) ;
- une série de 18 courbes représentant divers indices :
    - Daily topix index (1976-2011)
    - Monthly Nikkei 225 index (1966-2012)

[89] Amundi Actions Emergents (part P).

  - Daily 3Mth EURI DEC1 (2008-2011)
  - Cours du marché à terme sur Etat allemand 10 ans -1990-2012)
  - Taux allemand à 10 ans (1990-2011)
  - Taux allemand à 30 ans (1197-2011)
  - Taux US à 10 ans (1987-2011)
  - 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) :
  - actions zone euro gérées en direct
  - fonds France
  - fonds dédiés investis sur la zone euro
  - fonds Europe
  - fonds dédiés investis sur la zone US
  - fonds Berkshire Hathaway
  - fonds investis au Japon
  - fonds CG actions Asie-hors japon
  - fonds dédiés gérés par V. Martet (gestionnaire de fonds)
  - fonds investis en Europe de l'Est
  - fonds Amundi funds latin america equities
  - fonds RMF grandse valeurs long terme
  - fonds dédiés obligataires
  - fonds investis en obligations convertibles
  - fonds d'obligations indexées sur l'inflation
- la structure du portefeuille avec l'état détaillé des placements ;
- le reporting de la gestion directe actions.

[179] 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.

[180] Seuls les documents de présentation des nouveaux investissements mentionnent les risques (volatilité) et les frais de gestion. Aucun bilan consolidé des frais n'est présenté (voir *infra*).

Recommandation n°33 : Les services doivent proposer un dossier préparatoire à la commission des placements ne contenant que les documents utiles à la discussion et à la préparation des décisions.

Recommandation n°34 : Un tableau récapitulatif devrait permettre un véritable suivi des opérations en cours, des opérations annulées et des nouvelles opérations.

Recommandation n°35 : Un tableau récapitulatif des écarts entre l'allocation stratégique et sa mise en œuvre infra-annuelle devrait être fourni aux administrateurs.

3.1.2.3. La formation des organes délibérants est insuffisante

[181] Les documents mis à la disposition de la mission montrent que ni les délégués, ni surtout les administrateurs, ne sont formés aux sujets comptables et financiers. Tout au plus peut-on parler d'information des membres des organes délibérants.

[182] En début de mandat, les délégués reçoivent une information générale lors de laquelle la gestion financière et la composition du portefeuille sont simplement abordées. Les placements sont présentés en assemblée générale et font régulièrement l'objet de points d'actualité, comme le montrent les documents projetés lors de l'assemblée générale du 17 septembre 2011. Sont présentés des taux de rendement comparés, sans que la notion de risque ne soit évoquée.

[183] La caisse considère que le séminaire des administrateurs de Bordeaux du 12 mai 2012 a constitué une action de formation des administrateurs. Plusieurs présentations ont eu lieu lors de ce séminaire :

4. un conseiller en investissement financier a présenté les principes de l'allocation d'actifs, sans faire de lien avec la contrainte de passif de la caisse (approche de type frontière efficiente de Markowitz, c'est-à-dire avec un actif n'interagissant pas avec le passif). Il propose une revue succincte des actifs de la CARMF ;
5. le directeur a présenté divers indicateurs de performance du portefeuille détenu par la caisse (avec comparaison avec divers indices de référence). Il a par ailleurs présenté les projections de flux techniques des régimes ASV et complémentaire, sans que les documents fournis ne montrent de relation avec l'allocation d'actifs retenue ;
6. un administrateur membre de la commission des placements présente certains des principaux indices de marché (CAC 40, Eurostoxx 50, S&P 500, etc…) en insistant sur la différence entre indices avec dividende réinvesti et sans dividende réinvesti.

[184] Au final, les documents fournis ne permettent pas d'affirmer que les administrateurs ont reçu une formation minimale en matière comptable, ni financière : nature des instruments financiers, réglementation afférente, risques particuliers portés et mesures de ce risque (volatilité, VaR, autres indicateurs etc…), pratiques de marché…

[185] La mission est bien consciente que les administrateurs de la caisse ne peuvent pas être des spécialistes des marchés financiers. Néanmoins, l'absence de formation comptable et financière d'une qualité minimale ne leur permet pas de porter un œil critique sur la gestion des placements. Les documents de *reporting* qui leur sont fournis avant chaque commission sont inadaptés et ne peuvent pas être exploités par les administrateurs (voir *supra*).

Recommandation n°36 : Entreprendre des actions de formation à destination des administrateurs.

3.1.3. La notion de risque est absente des débats

[186] La mission constate que la présentation des investissements mobiliers n'est faite que sous l'angle de la performance et que la notion de risque n'est jamais présente dans les procès verbaux des commissions de placement ou des conseils d'administration. La seule mention qui est reproduite année après année dans les comptes rendus de conseil d'administration est la suivante : « [L'] *allocation d'actif présentait un risque maîtrisé (probabilité inférieure à 5 % d'avoir une baisse annuelle du portefeuille dépassant 10 %)* ». La notion de risque maîtrisé peut prêter à discussion (voir *supra* chapitre 2.3.4).

[187] Les orientations tactiques sont présentées chaque année au mois de janvier dans des termes qui traduisent des expositions au risque importantes, sans pour autant que les administrateurs puissent bien en prendre conscience, en raison du recours à un verbiage technique inaccessible, comme le montrent les deux extraits de conseil d'administration suivants :

- *« A l'instar de la décision de création d'un fonds de couverture sur les fonds dédiés de taux fixe et au regard de la baisse des rendements réels observée en 2009, il semble opportun de mettre en place un projet similaire adossé aux fonds dédiés investis en obligations indexées sur l'inflation. Une gestion active et protectrice de la sensibilité de cette poche d'actifs permettra de gérer le risque de destruction en conséquence d'une remontée des rendements réels.*
  La mise en place de ces fonds s'effectuera au détriment de positions monétaires pour permettre les interventions sur les marchés dérivés.
  Le portefeuille conservera son exposition crédit au travers des émissions d'entreprises, détenues dans les OPCVM dédiés et ouverts, et via les fonds de convertibles. Par ailleurs, un intérêt sera porté sur les gestions dites à performance absolue, bénéficiant d'une gestion dynamique et opportuniste » (conseil d'administration du 30 janvier 2010) ;
- « *Le profil en « tôle ondulée » des marchés obligataires avec un biais à la pentification face aux pressions inflationnistes, milite pour la poursuite d'une gestion active de la duration en 2008 pour les portefeuilles à taux fixe. Le rendement monétaire à 4 % voire à 3,50 % si la BCE accompagnait la Fed face à un ralentissement économique marqué aux Etats-Unis, demeure rémunérateur dans l'attente de fenêtres d'achat vraiment attrayantes (taux réel autour de 2,50 % à 10 ans exprimé par les OAT indexées sur l'inflation). Face à un risque d'extension très contenue des indices boursiers, le poste en obligations convertibles fera encore l'objet d'une demande de mobilité des positions adressée aux gérants délégués. L'idée serait de diversifier l'exposition via des obligations à haut rendement lorsque le marché du crédit se sera stabilisé et, opportunités, des produits structurés. Enfin, la volatilité de retour sur les marchés financiers offre à la gestion alternative la matière à exploiter pour générer de la performance en décorrélation intéressante avec le taux fixe et les obligations convertibles. Si l'obligataire d'Etat est protecteur quand les marchés d'actions sont moroses, les rendements nominaux d'aujourd'hui demeurent faibles dans une perspective à moyen terme d'où la recherche d'une diversification destinée à lisser la volatilité de la poche obligataire.*» (conseil d'administration du 26 janvier 2008).

[188] Pour les actions, la mission considère que les termes employés par la direction pourraient donner aux administrateurs une fausse impression de sécurité, comme le montre l'extrait suivant du conseil d'administration du 26 janvier 2008, incitant à investir sur des instruments à risque élevé ou très élevé :

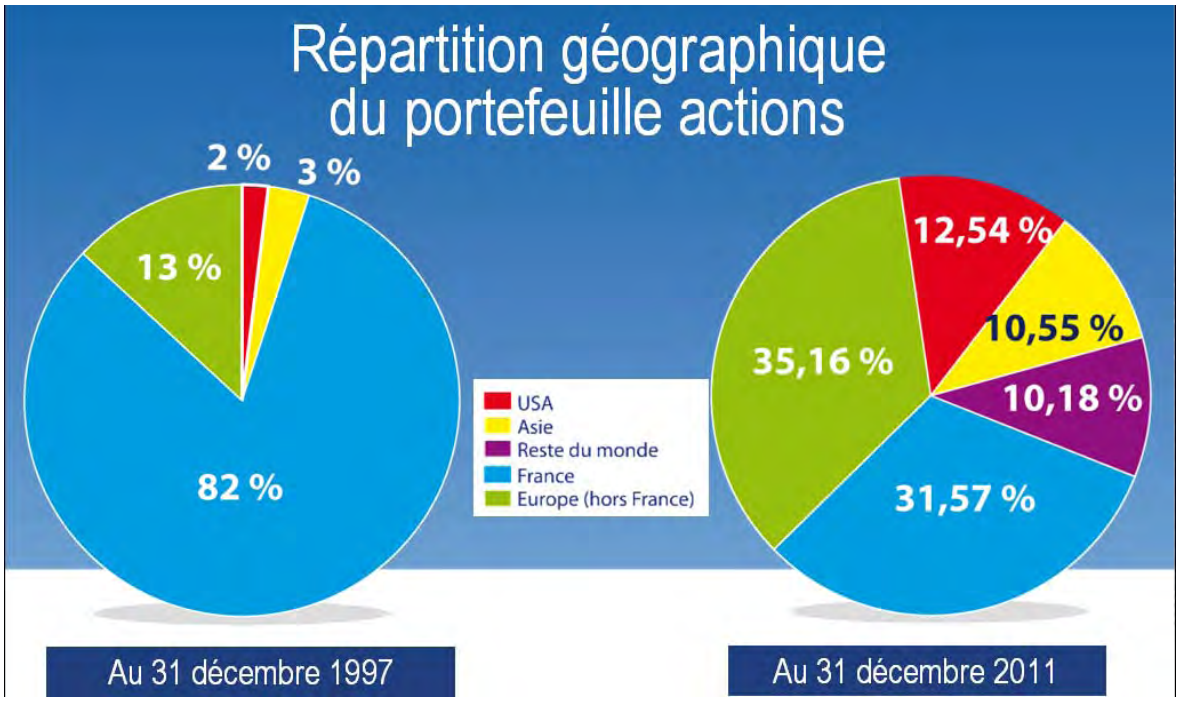
[189] *« Dans ce cadre, les investissements resteront concentrés sur les actions avec la poursuite de la diversification internationale (investissements sur les pays émergents). Les positions sur les matières premières et l'énergie seront renforcées. Par ailleurs, une partie de l'investissement net à réaliser sur les actions sera effectuée sur un ou plusieurs fonds thématiques. Il conviendra également de renforcer l'investissement en valeurs non cotées (private equity) à des niveaux de prix plus intéressants en raison des restrictions de crédit. Enfin, fait nouveau, un investissement en fonds de gestion alternative Long/Short actions est préconisé en début d'année compte tenu du manque de visibilité actuel ».*

3.1.4. Les instances de contrôle ne jouent pas leur rôle

[190] Les organes délibérants, y compris la commission de contrôle des comptes, se reposent de manière aveugle sur les services de la caisse :

- aucune mention n'est faite dans les documents d'un contrôle de la réalisation de l'allocation stratégique alors même que la mission a établi que l'allocation de 1996 n'était plus respectée (voir *supra*) ;
- la ventilation des actifs par catégorie réglementaire (voir *infra*) n'a jamais été vérifiée ;
- le risque de change supporté par la caisse implicitement affiché par les services ne suscite aucune question : or, des investissements aux Etats-Unis ou en Asie (comme ceux présentés dans le graphique ci-dessous) portent nécessairement un risque de change.

Schéma 7 : Répartition géographique du portefeuille actions



Source : CARMF, Présentation du directeur au séminaire de mai 2012

[191] À ce titre, l'appui technique de la personne en charge du contrôle interne aurait pu utilement être recherché si son existence avait été connue de ces instances ; de même que le recours à un audit externe, dont la trace la plus récente date de 2002 (placements immobiliers).

3.2. La comptabilité est améliorable

[192] Comme indiqué *supra*, la caisse gère six régimes auxquels s'ajoute un fonds d'action sociale :

- le régime de base, dont le risque est porté par la CNAVPL, est géré administrativement par la CARMF. Les opérations afférentes à ce régime sont donc comptabilisées dans un compte de tiers et ne figurent par conséquent pas dans les comptes de la caisse ;
- le régime complémentaire obligatoire (RCO) ;
- le régime des avantages sociaux vieillesse (ASV) des médecins ;
- le régime couvrant les risques invalidité et décès (ID) ;

- le régime de préretraite, en voie d'extinction, porté par la CNAMTS pour lequel les opérations sont retracées en comptes de tiers ;
- le régime de retraite complémentaire facultatif CAPIMED, soumis aux dispositions du code de la mutualité en application de l'article L. 644-1 du code de la sécurité sociale.

[193] Les comptes présentés par la CARMF retracent les opérations des régimes RCO, ASV et ID. Ils ne sont pas certifiés par un commissaire aux comptes : il n'existe pas d'obligation réglementaire en la matière et le conseil d'administration n'a pas souhaité s'engager sur la voie d'une certification au regard des coûts engendrés.

3.2.1. La caisse devrait justifier les règles comptables qu'elle suit

[194] L'annexe aux comptes de la caisse débute par l'énoncé des règles comptables qu'elle estime applicables : « *la présentation des comptes annuels est établie suivant les dispositions du plan comptable unique des organismes de Sécurité sociale [PCUOSS] publiées au Journal officiel du 15 décembre 2001 et mentionné à l'article L.114-5 du Code de la Sécurité sociale* ». Or les textes visés ne concernent que le régime de base. Ce n'est donc pas le PCUOSS mais le plan comptable général (PCG) que devrait, en toute rigueur, adopter la caisse. Il est cependant probable que la nature de l'activité de la caisse rende plus pertinente l'application des règles du PCUOSS plutôt que celles du PCG. Il conviendrait alors de justifier les écarts en annexe.

[195] Par ailleurs, les actions et obligations détenues en direct sont comptabilisées comme des immobilisations financières. Toutefois, en raison de leur rotation relativement fréquente, les plus ou moins values réalisées sur ces titres sont ventilées comme des produits financiers et non comme des produits exceptionnels (comme l'impose en principe le PCUOSS). Ainsi, même s'il est possible de les comptabiliser comme des titres immobilisés de l'activité de portefeuille et non comme des immobilisations de droit commun, la réalisation de plus ou moins values devrait entraîner un mouvement des comptes 77 (pour les plus values) ou 67 (pour les moins values). Or ces comptes alimentent le résultat exceptionnel et non le résultat financier.

[196] Il apparaît toutefois que la comptabilisation retenue par la caisse est justifiée dans le sens où elle donne une image plus sincère des comptes et de son activité. La mission estime donc que l'effort de la caisse devrait porter sur une justification de ces pratiques dérogatoires des règles comptables usuelles.

Recommandation n°37 : Justifier dans l'annexe aux comptes les pratiques dérogatoires au PCG ou au PCUOSS.

[197] La caisse comptabilise à son passif des « provisions techniques vieillesse » parmi ses fonds propres. Au 31/12/2011, ces « provisions techniques vieillesse » représentaient 4 229,2 M€ sur les 5 022,8 M€ de fonds propres de la CARMF.

[198] Cette présentation n'est conforme ni au PCG, ni au PCUOSS. En effet, seules les provisions réglementées90 du PCG et du PCUOSS doivent être ventilées comme fonds propres (article 434/1 du PCG).

[199] Surtout, le vocable même peut induire les affiliés en erreur en leur faisant croire que la caisse constitue des provisions techniques couvrant intégralement ses engagements de retraite[91], alors qu'il ne s'agit en fait que des excédents techniques passés capitalisés.

---

[90] Les provisions réglementées sont « *comptabilisées en application de dispositions légales* » (PCG, art. 441/14). La base légale fait ici défaut.

[91] Les provisions techniques existant dans le plan comptable des organismes assureurs (sociétés d'assurance et mutuelles) sont d'une nature radicalement distincte de celle des fonds propres : les premières matérialisent de manière comptable les engagements envers les assurés alors que les secondes matérialisent les engagements des actionnaires ou sociétaires de l'organisme assureur. Il apparaît qu'une telle distinction ne fait pas sens dans le cas d'une caisse de retraite obligatoire.

Recommandation n°38 : Remplacer le vocable ambigu de « provisions techniques de retraite » par celui de « réserves » conformément au PCUOSS.

3.2.2. La caisse devrait comptabiliser certains engagements hors bilan

[200] La CARMF détient directement des obligations convertibles et des fonds communs de placement à risque (FCPR). Ces placements comportent des composantes optionnelles ou à terme qui devraient être comptabilisées hors bilan pour un montant global de l'ordre de 15 M€ pour les obligations convertibles et de 28 M€ pour les FCPR.

Recommandation n°39 : Comptabiliser hors bilan les engagements reçus ou donnés lors de l'utilisation de produits financiers comprenant des instruments financiers à terme intégrés.

3.2.2.1. La caisse reçoit et donne des engagements au travers d'obligations convertibles

[201] Les obligations convertibles, même simples (voir annexe 8), comprennent par définition une option de conversion qui devrait être décrite en annexe aux comptes.

[202] Ainsi, au 31 décembre 2011, la caisse détenait 8 obligations convertibles, comme le retrace le tableau suivant :

Tableau 9 : Les obligations convertibles détenues par la caisse au 31/12/11

Titre	Nombre de titres	Valeur nominale	Valeur de remboursement	Valeur brute	Valeur sous-jacent		Synthétique [92]	Option de rachat	Taux de coupon
					31/12/2011	Lors de l'achat			
AIR FRANCE	107 000	20,50	20,50	22,96	3,973	15,64	oui	oui	2,75 %
AXA	7 300	165,50	269,16	231,14	10,045	12,261	non	oui	3,75 %
EURAZEO DANONE	8 700	45,25	45,25	58,81	48,57	49,554	oui	non	6,25 %
ARTEMIS VINCI	37 000	51,12	51,12	57,32	33,76	42,478	oui	non	4,25 %
PUBLICIS	67 000	27,90	27,90	38,52	35,545	36,611	non	oui	3,125 %
UNIBAIL RODAMCO	2 500	146,36	146,36	185,50	138,90	134,975	non	oui	3,50 %
CAP GEMINI	51 000	34,00	34,00	43,74	24,145	37,772	non	oui	4,45 %
PEUGEOT	96 000	25,10	25,10	32,87	12,110	24,38	non	oui	3,50 %

Source : Mission IGAS sur données CARMF. La valeur du sous-jacent est le cours de bourse au 31/12/2011. Valeurs en €. L'option de rachat ici mentionnée est à l'initiative de l'émetteur de l'obligation convertible. La valeur brute est la valeur moyenne d'achat de l'instrument.

[92] On considère qu'une obligation convertible en actions est synthétique lorsque les émetteurs des actions et de l'obligation sont des personnes juridiques distinctes.

[203] Toutes les obligations détenues par la caisse sont aujourd'hui hors la monnaie (c'est-à-dire avec un comportement obligataire), voire très hors la monnaie, alors qu'elles étaient dans ou à la monnaie (comportement actions) lors de leur acquisition. Elles présentent presque toutes une option permettant, généralement sous conditions, à l'émetteur de rembourser par anticipation l'obligation convertible. Cette option concerne des obligations détenues pour une valeur brute de 15,2 M€ et une valeur de réalisation de 13,3 M€.

[204] L'option de remboursement anticipée a d'ailleurs été exercée courant 2012 s'agissant de l'obligation AIR FRANCE.

[205] Les engagements donnés et reçus peuvent par ailleurs être plus complexes, l'obligation AXA 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.

[206] Inversement, la caisse peut avoir reçu un engagement de remboursement anticipé : l'obligation AIR FRANCE pouvait être remboursée à des dates prévues à l'avance (option bermudéenne) sur demande du porteur.

3.2.2.2. Les engagements liés à la détention de Fonds commun de placement à risque s'élevaient fin 2011 à 28 M€

[207] La caisse a souscrit à 9 FCPR détenant sur elle un engagement de versements futurs au 31/12/2011. Cet engagement n'est pas ferme : certains ne sont en pratique pas appelés mais il n'en demeure pas moins que les engagements maximaux s'élevaient au 31/12/2011 à 28,4 M€ qui devraient être comptabilisés hors bilan (comme engagements donnés).

Tableau 10 : Engagements pris par la CARMF fin 2011 au titre des FCPR détenus

FCPR	Engagement au 31/12/2011 (en €)
LFPI 1 Part A	923 672
APEH EUROPE IV	1 300 000
LFPI CROISSANCE Parts A	1 453 000
France EUROPE CAPITAL Part A	8 200 000
BIODISCOVERY parts A	2 040 000
F.L.F.P.E	4 511 000
ANTIN INFRASTRUCTURE A2	5 180 000
IRIS CAPITAL FUND III	4 500 000
EPICURE	290 000
Total	**28 397 672**

Source : Mission IGAS d'après les données CARMF

3.3. La caisse ne respecte pas ses obligations de mise en concurrence

[208] L'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale impose que *« les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, [fassent] l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État »* dans des conditions fixées par l'arrêté du 16 juin 2008 (JO du 24 juin 2008) modifié portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale, qui renvoie pour l'essentiel aux *« dispositions législatives et réglementaires relatives aux conditions de passation et d'exécution des marchés publics et des accords-cadres de l'État et de ses établissements publics »*.

[209] Dans le domaine financier, les seuls marchés publics passés par la caisse – qui n'ont pas été audités par la mission - concernent le conseil financier et comptable ainsi que le commissariat aux comptes du régime CAPIMED et la fourniture d'informations financières (terminal REUTERS). Ainsi, contrairement à d'autres organismes, la caisse n'a pas passé de marché public afin de sélectionner les organismes chargés de gérer ses OPCVM dédiés. Celle-ci s'appuie sur l'exception organisée au 5° de l'article 3 du code des marchés publics (qui transpose la directive n°2004/18 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2004 relative à la coordination des procédures de passation des marchés publics de travaux, de fournitures et de services) visant les *« accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers*[93] *et à des opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs »*.

[210] Or cette exception – qui vise en fait à titre principal l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur – ne se comprend que par référence à l'article 29 du code des marchés publics, qui prévoit des règles spécifiques de passation des marchés publics en ce qui concerne en particulier les *« services financiers : services d'assurances, services bancaires et d'investissement »*. Le 8° de l'article 9 de la directive n°2004/18 précise d'ailleurs que la valeur à prendre en compte pour le calcul du montant estimé des marchés de *« services bancaires et autres services financiers »* sont *« les honoraires, commissions, intérêts et autres modes de rémunération »*.

[211] 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 à la CARMF pour réaliser ses opérations de placement.

[212] La caisse court donc le risque d'accorder un avantage injustifié à ses gérants de fonds dédiés. Si elle pouvait invoquer sa bonne foi avant le présent contrôle, elle est désormais pleinement informée des risques pénaux qu'elle encourt.

Recommandation n°40 : La caisse doit se mettre en conformité avec les règles de la commande publique.

3.4. La caisse ne suit pas régulièrement les frais induits par la gestion indirecte, qui apparaissent élevés

[213] Les frais de gestion des OPCVM ne sont pas examinés par la commission des placements. Si cette information est bien fournie dans les documents de présentation des propositions d'investissement, elle ne fait pas l'objet d'un sujet concernant l'encours des placements.

[214] Le suivi n'est pas plus effectué de manière externalisée en recourant aux services d'une société spécialisée.

[215] À la demande de la mission, la caisse a été en mesure de produire un tableau synthétique pour 2011, présenté à l'annexe 11, dans lequel il apparaît que :

- les frais de gestion des OPCVM actions se sont élevés pour 2011 à 24,6 M€, soit 1,16 % de l'encours sous gestion. On observera que la gestion dédiée est plus onéreuse que la gestion via des fonds ouverts (respectivement 1,18 % et 1,12 % des encours concernés), alors que la modicité des frais est l'une des justifications du choix de la gestion dédiée ;
- les frais de gestion des OPCVM de taux s'élevaient à 8,8 M€ soit 0,47 % de l'encours sous gestion. Dans ce cas, les frais supportés par les fonds dédiés sont légèrement moindres que ceux supportés par les fonds ouverts (0,47 % contre 0,49 %).

[216] Les frais de gestion de la CARMF (33,5 M€ soit 0,84 % des encours) apparaissent très supérieurs à ceux constatés dans d'autres caisses contrôlés par la mission (entre 0,10 et 0,20 % des encours).

[93] Le code des marchés publics ne renvoie pas au code monétaire et financier pour définir la notion d'instrument financier.

[217] Les rapporteurs souhaitent attirer l'attention sur le fait que la caisse, alors même qu'elle avait procédé en 2001 à une consultation d'une quarantaine de sociétés de gestion[94] afin de constituer des fonds dédiés, n'a plus jamais organisé d'appel d'offre. Elle choisit donc, comme il a plusieurs fois été mentionné en entretien, des gérants qu'elle connaît et avec qui elle entretient des relations de confiance. La mission a pu constater que certains de ces gérants invitent la direction de la caisse à des voyages d'études et d'agrément. Elle a également constaté que les frais de gestion payés par la caisse à ces mêmes sociétés apparaissent très élevés. Ces trois éléments cumulés auxquels s'ajoutent des règles de déontologie minimales, induisent une pratique plus risquée que celle qui résulterait d'un processus de gestion davantage formalisé.

Recommandation n°41 : Assurer un meilleur suivi des frais de gestion et les réduire par une mise en concurrence appropriée.

3.5. La caisse n'est pas en mesure de valoriser certains actifs mobiliers

[218] La caisse détient des instruments financiers pour lesquels la valorisation est malaisée. C'est le cas de tous les actifs, quelle que soit leur nature, qui présentent une liquidité limitée, voire nulle, et pour lesquels la valorisation n'est pas effectuée dans des conditions satisfaisantes par le marché. Ainsi, à défaut de marché assez profond et présentant des fourchettes de prix[95] suffisamment étroites, la valorisation des actifs doit être effectuée avec des modèles mathématiques plus ou moins complexes. C'est en particulier – mais non exclusivement – le cas des obligations convertibles et structurées, et plus généralement de tout instrument comportant une composante optionnelle ou à terme.

3.5.1. La caisse est incapable d'évaluer des stratégies de couverture simples

[219] La caisse a été approchée fin juin 2012 par un gérant afin de couvrir partiellement son portefeuille actions contre la baisse au moyen d'un montage de type « spread put[96] ». Ce type de couverture peut être aisément évalué en utilisant des outils usuels en finance, comme la formule de Black et Scholes (voir encadré).

Encadré : la formule de Black et Scholes

On suppose qu'un sous-jacent (par exemple une action de valeur S) suit un processus de diffusion de Black et Scholes, c'est-à-dire que $dS/S=rdt+\sigma dW$ où r est le taux sans risque, σ la volatilité de S et W un mouvement brownien standard.

Sous les conditions usuelles (en particulier absence de frictions et absence d'opportunités d'arbitrage), la valeur P d'une option de vente européenne d'échéance T, de prix d'exercice K est égale à :

$$P = Ke^{-rT}\phi(-d_2) - S_0\phi(-d_1)$$

où l'on a :

[94] Mentionnée dans le compte-rendu du CA du 21/04/01

[95] En anglais : *bid / ask spread*.

[96] Achat d'une option de vente à un prix d'échéance donné, partiellement financé par la vente d'une option d'achat de même échéance et de même sous-jacent à un prix d'échéance inférieur. Cette stratégie couvre intégralement la perte lorsque le prix à l'échéance du sous-jacent est compris entre les deux prix d'échéance, et partiellement lorsque le prix du sous-jacent est inférieur au prix d'échéance de l'option vendue (dans ce cas, la stratégie diminue la perte sur le sous-jacent d'une valeur égale à la différence entre les deux prix d'exercice).

$$\phi(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{x} e^{-\frac{u^2}{2}} du$$

$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{T}} \left[\ln\left[\frac{S_0}{K}\right] + T\left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)\right]$$

et $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$

avec S_0 valeur du sous-jacent lors de la souscription de l'option.

Ces calculs se mènent aisément avec un tableur du commerce.

[220] Ainsi, en supposant le taux sans risque égal à 2 % et la volatilité du sous-jacent (dans ce cas, l'EUROSTOXX 50) égale à 30 % (en se fondant sur la volatilité implicite à 3 mois et à 6 mois telles que cotées dans les indices VSTOXX), un calcul simple fait par exemple ressortir la couverture à 3 mois à 1,54 %, avec un prix d'exercice de 1950, alors que le gérant la vend à 1,9 %. Ce type de calcul en ordre de grandeur devrait conduire la caisse à engager la discussion avec le gérant afin de comprendre la différence de prix constatée.

[221] N'ayant pas de compétences dans le domaine, la caisse s'en remet entièrement au gérant sans même s'interroger sur la possibilité d'une contre-expertise ni remettre en cause les prix proposés.

[222] Au final, les services de la caisse ont présenté le montage de couverture proposé par le gérant à la commission de placements qui l'a refusé, car jugé trop onéreux.

3.5.2. La caisse ne sait pas valoriser les obligations convertibles

[223] Les obligations convertibles les plus simples se décomposent en une obligation classique nue et une option de conversion (voir annexe 8). L'évaluation de ces deux composantes n'est pas effectuée par la caisse, qui n'a ni les moyens ni les compétences techniques permettant :

- de développer les modèles de diffusion obligataires et actions, ni de les calibrer ;
- d'effectuer les plusieurs milliers de simulation requises par la méthode de Monte Carlo, simulations au demeurant complexes en raison de leur caractère dépendant des trajectoires de prix suivies par les actifs lors de chaque simulation ;
- d'effectuer enfin les études de sensibilité aux hypothèses retenues dans le cadre de la modélisation.

[224] Ainsi, la caisse achète et vend des obligations convertibles à un prix qu'elle est incapable de justifier, certaines fourchettes de prix[97] pouvant s'établir jusqu'à 50 points de base (soit 0,5 % d'incertitude relative sur le prix) et rarement en-dessous de 20 points de base s'agissant d'obligations convertibles.

[97] La fourchette de prix est approximativement la différence entre le prix de vente et le prix d'achat garantis par le teneur de marché (dans des conditions normales de marché).

3.5.3. La caisse achète des obligations structurées sans en connaître le véritable prix

[225] La caisse investit directement dans des obligations structurées dédiées, faisant l'objet d'un volume d'échange nul. Ces obligations, qui sont généralement de type zéro-coupon[98], présentent trois types de difficulté de valorisation : lors de l'achat, la valorisation d'une obligation structurée pouvant être particulièrement complexe ; en cours de vie du produit (avec des difficultés comparables à celles de valorisation lors de l'achat) ; et enfin à l'échéance du produit avec le calcul de la valeur du coupon final.

[226] La caisse détient ce type de titres jusqu'à l'échéance. Les difficultés de valorisation en cours de vie ne devraient donc en principe poser que des problèmes comptables et pas des problèmes financiers.

[227] La caisse n'a pas les moyens techniques de valoriser les obligations structurées qu'elle détient en direct : pour la seule obligation structurée « ABSOLUTE RENDEMENT » (code ISIN FR0010729079), une telle opération requiert au moins :

- la mise en place et le calibrage de modèles de diffusion des actions concernant 16 titres, dont certains peu liquides ;
- la mise en place d'un modèle de diffusion des taux d'intérêt ;
- le calibrage d'une matrice de variance – covariance entre les 16 actions considérées et le taux sans risque (avec 136 coefficients minimum à estimer).

[228] La caisse est techniquement dépendante du valorisateur de l'obligation structurée pour constater des dépréciations (ou des appréciations) du titre. Le problème est que la caisse a de sa propre initiative modifié profondément certaines obligations structurées dédiées. Ainsi, l'obligation structurée « SGOE ALM OPTIMIZER » (code ISIN FR0010237123) a connu trois versions et l'obligation structurée « MONEVOL EUR 2015 » (code ISIN FR0010451773) en a connu deux. Le profond remaniement d'un produit de cette nature s'apparente en fait, si non en droit, à une vente de la version antérieure suivie d'un achat de la nouvelle version. Or, la caisse n'étant en mesure d'évaluer ni la valeur d'achat, ni celle de vente, les avenants sont nécessairement conclus entre parties très inégalement informées : l'acheteur ne connaît pas le prix, ni le risque présenté par le produit alors que le vendeur est lui en mesure de les évaluer.

[229] On observera que, fidèle à son approche purement formelle de la réglementation, la caisse a estimé que le produit conservant la même dénomination, la même contrepartie et le même code ISIN, il n'était de ce fait ni acheté, ni vendu.

[230] Enfin, l'arrivée au terme d'une obligation structurée entraîne le paiement du nominal et des intérêts, calculés selon la formule convenue. Or la formule peut dépendre de paramètres à la main de l'émetteur, comme cela peut être le cas de l'obligation « SGOE ALM OPTIMIZER » (deuxième et troisième versions) dont le coupon dépend de l'évolution de l'indice « SGI Euro Stoxx 50 Vol Target » qui n'est pas un indice usuel et il est établi par la maison mère de l'émetteur de l'obligation structurée.

[231] En conclusion, la fourchette de prix pour les obligations structurées détenues par la caisse s'établissant à 100 points de base (soit 1 %) et la caisse ne disposant pas des compétences financières nécessaires à l'évaluation de tels produits, le risque d'investir dans des produits surcotés, voire très surcotés, n'est pas maîtrisé. La mission ne peut pas exclure que la caisse puisse se trouver dans une situation comparable à celle de l'ORGANIC face à CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX au début des années 2000 (voir annexe 12).

[98] Les obligations zéro-coupon ne délivrent aucun coupon intermédiaire, d'où leur nom.

3.6. La politique d'investissement paraît largement opportuniste

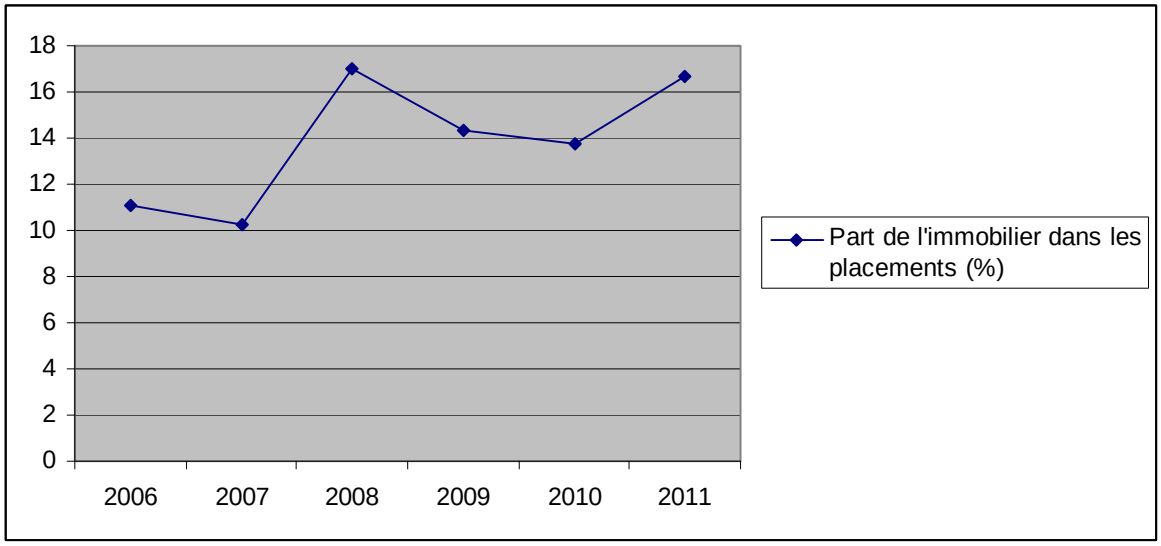
[232] Que ce soit en matière mobilière ou immobilière, la mise en œuvre de la politique d'investissements de la caisse apparaît dictée par les deux maîtres mots de rendement et de diversification, ce qui se concrétise à la CARMF par une politique totalement opportuniste.

[233] La CARMF attend paradoxalement de sa politique de diversification, d'assurer simultanément de la décorrélation de ses placements et d'accroître son rendement. Cette diversification se fait en pratique vers des placements plus risqués et moins bien maîtrisés par la caisse et ses organes délibérants.

3.6.1. La mise en œuvre de la politique immobilière n'est pas concordante avec la stratégie d'allocation identifiée par la mission

[234] Au 31 décembre 2011, le montant total des investissements immobiliers est de 790,4 M€ en valeur de réalisation et représente 16,6 % du total des placements.

Graphique 8 : Part de l'immobilier dans le portefeuille de la CARMF depuis 2006 (valeur de réalisation)



Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF

[235] Les sujets immobiliers sont préparés par les services immobiliers et traités dans tous les conseils d'administration et représentent une large partie des débats d'après l'étude des comptes rendus.

[236] La politique immobilière ne fait néanmoins pas l'objet d'une réelle définition annuelle au titre de l'allocation tactique. Il est simplement rappelé, à échéance régulière, dans les conseils d'administration de début d'année[99] que *« suite à un rapport d'audit externe sur le patrimoine immobilier de la caisse, le Conseil d'Administration de la CARMF avait décidé en 2002 de se dessaisir de plusieurs immeubles dont le maintien dans le patrimoine aurait nécessité, dans un délai relativement court, des travaux onéreux de rénovation »*. On note aussi que, *« attentif à la conjoncture économique en général, à celle de l'immobilier et à la baisse des valeurs locatives, le CA n'a pas manqué de modifier les critères d'acquisition en matière d'investissements immobiliers »*.

[99] Par exemple ici le conseil d'administration du 30/01/2010.

[237] En 2001 en effet, un audit global du parc immobilier locatif de la CARMF avait été réalisé par un cabinet extérieur à la demande du conseil d'administration. Ce document s'inscrivait alors dans la stratégie immobilière de la CARMF dont il définissait ainsi les objectifs : *« sécurité et pérennité des placements, rentabilité, liquidité »*. Il souligne déjà à cette époque l'absence de stratégie immobilière de la caisse.

[238] La mise en œuvre de la politique immobilière s'éloigne des préconisations définies dans l'audit de 2002, comme le démontre l'achat récent d'un vignoble bordelais.

Schéma 8 : Politique immobilière de la CARMF présentée fin 2011 aux délégués

Source : CARMF – Présentation à l'assemblée générale 2011

[239] En effet, outre le fait que la stratégie d'investissements directs se concentre sur Paris quartier central des affaires, comme le montrent les diapositives ci-dessus projetées lors de l'assemblée générale de 2011, le rendement[100] attendu de ces placements doit être de l'ordre de 5 %, comme l'ont indiqué les services de la caisse à la mission. L'acquisition du vignoble ne respecte aucun de ces deux critères.

Encadré : l'acquisition du Château Monbousquet

Le conseil d'administration de la CARMF a examiné le projet d'acquisition d'un vignoble dénommé « Château Monbousquet » (Saint Emilion grand cru) sis sur la commune de St Sulpice de Faleyrens, lors des réunions des 16 septembre et 19 novembre 2011. L'opération se

[100] La caisse utilise le taux de rendement interne (TRI) comme mesure du rendement. Le calcul du TRI suscite des observations détaillées en annexe 5.

décomposait de la manière suivante :

a. acquisition de la société anonyme CHATEAU MONBOUSQUET à sa maison mère, CODIAL. Le montant de cette transaction était de 62,5 M€ ;
b. la détention de la société CHATEAU MONBOUSQUET n'étant pas admissible réglementairement, celle-ci est restructurée afin de séparer son activité entre société d'exploitation (dénommée MONBOUSQUET EXPLOITATION et rétrocédée à CODIAL) et actifs immobiliers (exploitation agricole proprement dite et ensemble bâti) et mobilier (marques) ;

La société CHATEAU MONBOUSQUET, devenue propriété de la CARMF et ayant un objet principalement immobilier, a signé avec la société MONBOUSQUET EXPLOITATION deux baux d'une durée de 9 ans :

- un bail rural stipulant un fermage annuel de 286 058,32€ « *actualisé chaque année compte tenu de la variation de l'indice national des fermages* » ;
- un bail commercial stipulant un loyer annuel de 313 950 € et destiné « *à l'usage de réception et de bureaux pour y mener à bien [une] activité d'organisation d'événements professionnels (séminaire, congrès), d'œnotourisme et de dégustation de vins* ».

La mission nationale de contrôle et d'audit des organismes de sécurité sociale a décidé par lettre datée du 6 décembre 2011 de suspendre cette décision d'acquisition et de la soumettre à l'avis du Ministre chargé de la sécurité sociale, en application de l'article R. 152-1 du Code de la sécurité sociale.

Dans un courrier daté du 10 janvier 2012, le Directeur de la sécurité sociale s'oppose *« à l'exécution de la décision de l'acquisition du vignoble prise lors de la séance du conseil d'administration du 19/11/11, laquelle paraît de nature à compromettre l'équilibre financier de la caisse »*.

Le principal motif invoqué est le faible rendement de l'investissement par comparaison à « tout *autre investissement dans l'immobilier* » ainsi que la possibilité que le loyer soit acquitté en nature, qui « *pourrait poser un problème de liquidité* ».

Par courrier du 27 février 2012, la CARMF a effectué un recours gracieux auprès du Ministre. La caisse présente deux arguments :

- le montant de l'acquisition « *ne représente que 1,2 % des actifs de la CARMF* » ;
- le rendement attendu doit inclure les plus-values potentielles.

De fait, l'analyse menée par la caisse[101] faisait apparaître les éléments suivants : « *Si le rendement annuel reste faible en raison d'un prix de fermage fixé par l'administration, l'intérêt financier d'un investissement viticole doit s'apprécier sur le long terme sous forme de Taux de Rendement Interne (TRI) comme d'autres types de placements financiers.*

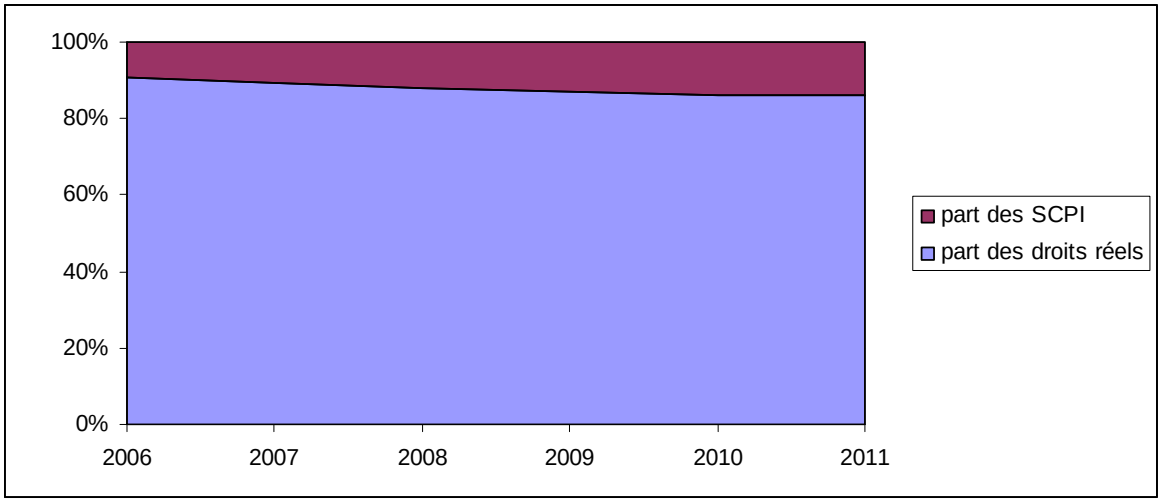
À ce titre, sur la base d'un rendement locatif de 1 %, une hypothèse d'augmentation de la valeur de 50 % à 100 % à terme de 10 ans (soit une progression annuelle moyenne de 4 à 7 %) permet de dégager un TRI situé dans une fourchette de 5,30 % à 8,40 %, comparable aux résultats attendus sur d'autre classes d'actifs ».

La mission constate que le rendement attendu (par la CARMF) de l'opération provient presque exclusivement du prix de revente espéré, très incertain, et non du loyer, presque certain. Si le terrain ne s'appréciait pas durant la période, le TRI ne s'établirait plus qu'à 1 % ; s'il s'appréciait de 20 % le TRI ne s'établirait qu'à environ 3 %. Les incertitudes pesant sur le classement des crus bordelais, lors de l'acquisition du domaine, auraient dû inciter à la prudence.

Le Ministre a notifié le 27 avril 2012 son accord pour la réalisation de l'opération. Celle-ci apparaît pourtant irrégulière en raison de son caractère non exclusivement immobilier (détention de marques).

Schéma 9 : Part des investissements en droits réels et des investissements en SCPI (valeur de réalisation)

[101] Note interne MAL/MB du 26 janvier 2012.



Source : IGAS d'après l'état détaillé des placements fournis par la CARMF

[240] Les documents fournis à la mission montrent que dès 2001, la caisse choisit d'investir dans des fonds d'investissements immobiliers en euros constitués principalement d'immeubles de bureau de rapport, de commerces et logistiques situés dans les principaux marchés immobiliers de la zone euro. La CARMF détient aujourd'hui 10 % d'immobilier indirect non coté dans une logique de diversification qui lui permet d'investir dans des commerces et hors Paris, voire en province et en Europe.

[241] La caisse a pris des participations (minoritaires autour de 10 %) dans 9 fonds commun de placement immobilier (FCPI), dont 80 % sont français ou pan-européens de droit français. La caisse détient aussi des parts dans 3 autres types de fonds (Société en commandite par actions de droit luxembourgeois, SA française et une SICAV Luxembourgeoise).

Recommandation n°42 : Mettre à jour la stratégie immobilière de la caisse qui sera discutée et votée en conseil d'administration.

3.6.2. Les investissements mobiliers sont justifiés par la recherche du rendement dans le cadre d'un style de gestion donné sans référence à des critères de risque ni d'insertion dans une stratégie de placement

[242] Les propositions d'investissement présentées en commission des placements se présentent sous forme de fiches décrivant les caractéristiques importantes des fonds proposés au regard des services de la caisse.

[243] Il n'est jamais fait référence à l'insertion du produit proposé dans le cadre général de la stratégie de placements ou de l'allocation stratégique. Comme indiqué par ailleurs, la notion de risque est peu développée. Au contraire, une attention particulière est portée à la société de gestion et à la personnalité du gérant en particulier, ainsi qu'au style de gestion du fonds. Ainsi, la commission des placements du 21 janvier 2011 a examiné les propositions portant sur les fonds suivants :

- Actions Japon Invest : le changement de société de gestion en 2009 est accompagné des commentaires suivants : « *le fonds est géré selon la philosophie d'investissement propre à COMGEST. Il s'agit d'une sélection « croissance », concentrée, active et évitant les banques. La stratégie consiste en la sélection rigoureuse sur la base d'une analyse fondamentale (financière, stratégique, rencontre des dirigeants) approfondie* ». La fiche précise que « *les arguments favorables à un renforcement du marché japonais sont les suivants : - il s'agit d'un marché qui a une forte sensibilité à l'économie mondiale […] car le poids des valeurs cycliques y est surreprésenté […] ; - les investisseurs ont donc tendance à investir sur les plus grandes capitalisations […] lors des phases de reprise économique ; - marché pas cher (PE[102] du Topix de 14) […]* ». La volatilité sur un an est curieusement donnée en valeur absolue. La valeur annoncée dans la fiche correspond à une volatilité annuelle de 189 % ;
- Independance et expansion SICAV : l'identité du gérant (William Higgons) est précisée dans la fiche, qui indique que « *l'univers d'investissement est essentiellement constitué par les sociétés de la liste C[103] […]. Il investit plus particulièrement dans les sociétés bénéficiaires faiblement valorisées (approche « value ») au moment de leur achat ; le critère de valorisation privilégié est le ratio cours / capacité d'autofinancement […]. Il s'agit d'une gestion active basée sur une recherche fondamentale intensive* ». La volatilité indiquée (de 23,6) est probablement erronée (il s'agirait en fait de 23,6 %) ;
- Carmignac commodities : la fiche précise que le fonds est géré par la société Carmignac Gestion « *créée en 1989 par E. Carmignac* » qui « *gère environ 50 milliards d'euros* ». L'objectif est une recherche de « *croissance à long terme des actifs […] via une gestion de portefeuille portant sur des domaines d'activités diversifiés dans le secteur des matières premières* ». *Il est également précisé que « l'équipe de gestion dispose d'une très grande liberté et peut ainsi mettre en œuvre des convictions fortes tant au niveau géographique que sectoriel* » ;
- Schroders US Small & Mid Cap Equity : la fiche évoque l'équipe de gestion en ces termes : « *la gérante, Jenny Jones (29 ans d'expérience) bénéficie du support d'un responsable de la recherche (R. Starbuck, 32 ans d'expérience) et d'une équipe de 6 analystes dont l'expérience moyenne est de 19 ans. La recherche (analyse « bottom up ») est la pierre angulaire du processus d'investissement. La philosophie d'investissement repose sur une diversification entre les sources de génération de surperformance par rapport à l'indice […], sur une forte attention aux niveaux des marchés et sur une bonne compréhension des facteurs de risque* ». La fiche ajoute que « *souhaitant profiter de la hausse du USD/Euro, la CARMF a arbitré fin juin/juillet 2010 en faveur de la part non couverte du risque de change* » ;
- Metropole New European Countries : la fiche indique que « *Métropole Gestion est une société de gestion indépendante qui a été créée en 2002 par François-Marie Wojcik (ancien gérant de CCR)* ». « *La stratégie consiste à procéder à la sélection rigoureuse de valeurs décotées quelque soit leur capitalisation […]. Il s'agit d'actions choisies en fonction de la qualité intrinsèque des sociétés* » ;
- Uni-Global 100 % minimum variance emerging markets : la fiche indique que le fonds est géré par UniGestion, « *créée en 1971, siège à Genève, 7 milliards d'euros sous gestion, 81 % du capital détenu par la direction* ». La gestion « est effectuée selon une méthode quantitative visant à constituer un portefeuille « *minimum variance » c'est-à-dire le portefeuille optimal ayant le risque estimé le plus faible. Testée depuis 1999, cette technique, utilisée de façon active, démontre qu'il est possible d'obtenir, sur le long terme, une performance supérieure ou égale à celle de l'indice […] avec une volatilité moindre* ».

[102] Le PE désigne ici probablement le Price / Earning ratio, soit en français le ratio cours sur bénéfices.
[103] La liste C comprend les sociétés cotées sur la place de Paris et dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€, liste correspondant approximativement à l'ancien « nouveau marché ».

[244] Les propositions de fonds à taux fixe relèvent de la même logique ; les commentaires des services portent pour l'essentiel sur l'équipe de gestion. Ainsi, s'agissant d'un fonds proposé par la société MARTIN MAUREL GESTION, les services de la CARMF notent : « *+rigueur et risque maîtrisé : analyses quantitatives et qualitatives de Sami Gotrane en complément de l'équipe de gestion* ». Plus directement et simplement, s'agissant d'un fonds proposé par la société PICTET, l'unique commentaire des services est le suivant : « *+Frédéric SALMON* ».

Recommandation n°43 : Replacer toute proposition d'investissement / désinvestissement dans le cadre de la politique de placements arrêtée par la caisse.

4. LA CAISSE A UNE LECTURE ETROITE DE LA REGLEMENTATION ET NE PREND PAS EN COMPTE LES RISQUES

4.1. La caisse détient environ 4,3 Mds€ d'actifs mobiliers

[245] La mission s'est limitée à l'examen des placements représentant les réserves des régimes complémentaires obligatoires et ASV, à l'exception de ceux, représentant une masse sensiblement plus faible, des autres régimes (invalidité – décès et fonds d'action sociale) qui représentaient un peu moins de 400 M€ fin 2011.

[246] La caisse n'a pas été en mesure de fournir des éléments permettant de comparer les rendements et risques respectifs présentés par les portefeuilles RCO et ASV. La caisse n'ayant pu fournir les flux d'investissement et désinvestissement infra annuels dans un format électronique exploitable par la mission, celle-ci n'est pas en mesure de fournir des éléments de comparaison entre les deux régimes.

[247] La caisse détient au 31 décembre 2011 des placements mobiliers pour 4 112 M€ en valeur comptable et 4 316 M€ en valeur de réalisation. Elle détient également des actifs immobiliers pour 525,8 M€ en valeur comptable et 790,4 M€ en valeur de réalisation.

[248] D'après la CARMF, ses placements se ventilent de la manière suivante :

Tableau 11 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret (en %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
2 (obligations)	1,07 %	1,39 %	1,33 %	1,59 %	1,07 %	0,91 %
5 (OPCVM obligataires)	42,29 %	38,01 %	44,75 %	42,28 %	39,81 %	38,89 %
6 (Parts de FCPR)	0,30 %	0,49 %	0,51 %	0,58 %	0,74 %	1,06 %
7 (Actions)	13,89 %	11,96 %	7,84 %	8,71 %	9,04 %	7,93 %
8 (OPCVM actions)	34,13 %	39,52 %	33,41 %	34,73 %	37,50 %	35,11 %
9 (immeubles)	7,55 %	7,72 %	10,69 %	10,53 %	10,18 %	13,84 %
10 (organismes collectifs à vocation immobilière)	0,77 %	0,91 %	1,48 %	1,58 %	1,64 %	2,27 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS – RCO+ASV

[249] La CARMF a fourni à la mission un état détaillé de ses placements, analysé par la mission, qui retrace la situation au 31/12/11.

Tableau 12 : Répartition du portefeuille par grand type de placements, en valeur de réalisation

en %	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Placements immobiliers	9,56 %	10,22 %	16,40 %	13,87 %	13,32 %	16,11 %
Actions et titres à revenus variables (gestion propre)	15,96 %	14,17 %	10,56 %	9,97 %	10,18 %	7,93 %
OPCVM incluant des titres à revenu variable	32,91 %	39,84 %	31,46 %	35,05 %	39,01 %	36,16 %
OPCVM de titres à revenu fixe	27,33 %	27,97 %	29,90 %	28,22 %	26,53 %	26,67 %
Obligations et titres à revenus fixes	1,23 %	1,65 %	1,79 %	1,82 %	1,21 %	0,91 %
OPCVM Monétaires gérés par l'Agence Comptable	13,01 %	6,15 %	9,88 %	11,07 %	9,74 %	12,23 %
TOTAL des placements	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS

[250] La part de la détention en direct des actions a eu tendance à diminuer en valeur de réalisation avec la crise.

[251] L'immobilier représente une part en décroissance depuis 2008, mais qui devrait de nouveau croître si l'on en croit comptes rendus des conseils d'administration.

[252] En revanche, la part obligataire tangente toujours la limite basse de la réglementation.

4.1.1. La caisse déclare respecter les contraintes de dispersion réglementaires

[253] L'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale précise les limites suivantes : *« l'ensemble des actifs détenus par chaque organisme au titre des réserves des risques gérés doit respecter les limites suivantes :*

- *34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que pour les actifs du 5° de ce même article dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de ces mêmes valeurs ;*
- *5 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés au 6° de l'article R. 623-3 ;*
- *20 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3 ;*
- *10 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 11° et 12° de l'article R. 623-3.*

[254] *Ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des organismes :*

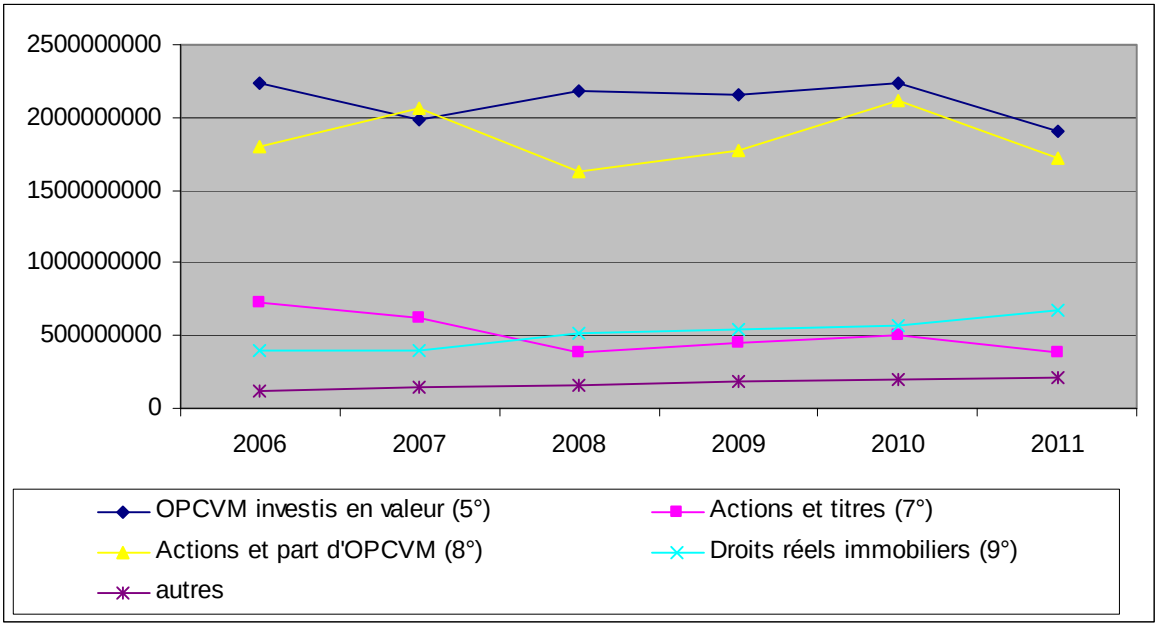
- *les créances de toute nature et les actions émises par une même personne morale, à l'exception des actifs mentionnés au 1° de l'article R. 623-3 ;*
- *un même immeuble ou les actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3.*

[255] *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° de l'article R. 623-3. »*

[256] *La CARMF détient essentiellement des OPCVM obligataires et actions à hauteur de 76 % sur la période 2006-2011.*

[257] *La part des actions détenues en propre a fortement baissé depuis 2006 passant de 15,96 % du portefeuille* mobilier 7,93 % en valeur de réalisation, conséquence directe de la crise financière et de réorientations en faveur de la gestion déléguée.

Graphique 9 : Evolution de la valeur du portefeuille en valeur de réalisation (€)



Source : CARMF. Exploitation IGAS. Champ : RCO+ASV

4.1.2. Le nombre de lignes est sensiblement plus élevé qu'en 2006

[258] Ces données recensent le nombre de titres pour les actifs gérés en direct et le nombre de fonds pour la gestion déléguée.

Tableau 13 : Nombre de lignes gérées

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Evolution de 2006 à 2011 (indice 100 en 2006)
2 (obligations)	12	18	19	18	14	12	100
5 (OPCVM obligataires)	28	34	32	35	27	28	100
6 (Parts de FCPR)	3	6	8	9	12	13	433
7 (Actions)	46	46	45	46	49	49	107
8 (OPCVM actions)	26	30	34	36	35	33	127
9 (immeubles)	16	15	21	23	24	26	163
10 (organismes collectifs à vocation immobilière)	7	8	9	10	12	12	171
Total	**138**	**157**	**168**	**177**	**173**	**173**	**125**

Source : CARMF. Exploitation IGAS. ASV+RCO

[259] Le nombre de FCPR a été multiplié par plus de 4 dans la période. L'immobilier a lui aussi connu une évolution dynamique (presque doublé), que ce soit pour le nombre d'immeubles détenus en propre ou de parts de sociétés immobilières.

4.1.3. La caisse gère la majorité de ses placements de manière déléguée

[260] La part des OPCVM croît légèrement passant de 83 % en 2006 à 88 % en 2011 (en valeur de réalisation), atteignant ainsi un niveau élevé.

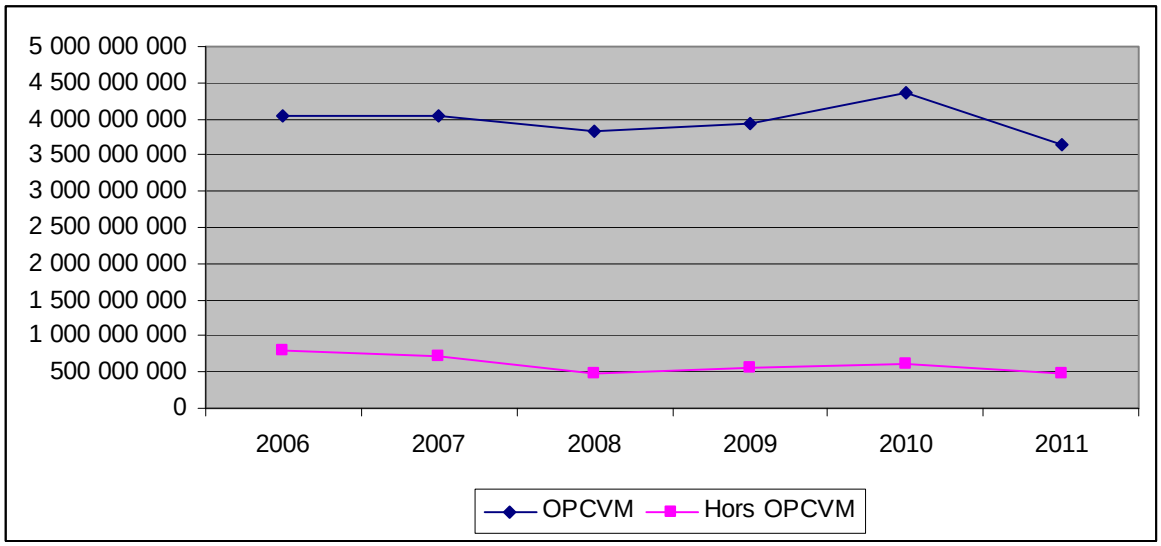
Tableau 14 : Poids des OPCVM dans les placements mobiliers (en valeur de réalisation)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPCVM	3 518 574 935	4 038 932 171	3 816 976 107	3 935 648 290	4 350 191 465	4 144 870 181
Hors OPCVM	805 257 282	721 385 710	472 319 722	555 732 197	610 610 162	485 436 001
total mobilier	4 323 832 218	4 760 317 881	4 289 295 829	4 491 380 487	4 960 801 627	4 630 306 182
Part des OPCVM	81,38 %	84,85 %	88,99 %	87,63 %	87,69 %	89,52 %
Part hors OPCVM	18,62 %	15,15 %	11,01 %	12,37 %	12,31 %	10,48 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO + ASV. Les FCPR ont été exclus de la catégorie OPCVM.

[261] Les placements représentant les réserves du régime ASV ne sont pas gérés en direct par la caisse : on ne trouve aucun actif immobilier et les actifs mobiliers sont gérés à travers des OPCVM.

Graphique 10 : Evolution en montant des placements en et hors OPCVM (valeur de réalisation)



Source : CARMF. Exploitation IGAS.

[262] Parmi ces OPCVM, certains sont dédiés (voir annexe 9 pour l'analyse des fonds actions et 10 pour celle des fonds obligataires) et d'autres ouverts. Après une croissance de leur nombre jusqu'en 2009, le nombre total d'OPCVM est à la baisse, cette tendance concernant en particulier les OPCVM non dédiés.

Tableau 15 : Evolution du nombre d'OPCVM dédiés et non dédiés entre 2006 et 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPCVM dédié	33	35	36	35	32	33
OPCVM non dédié	21	29	30	36	30	28
Total OPCVM	**54**	**64**	**66**	**71**	**62**	**61**

Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO + ASV

Tableau 16 : Evolution des OPCVM dédiés et non dédiés en valeur de réalisation

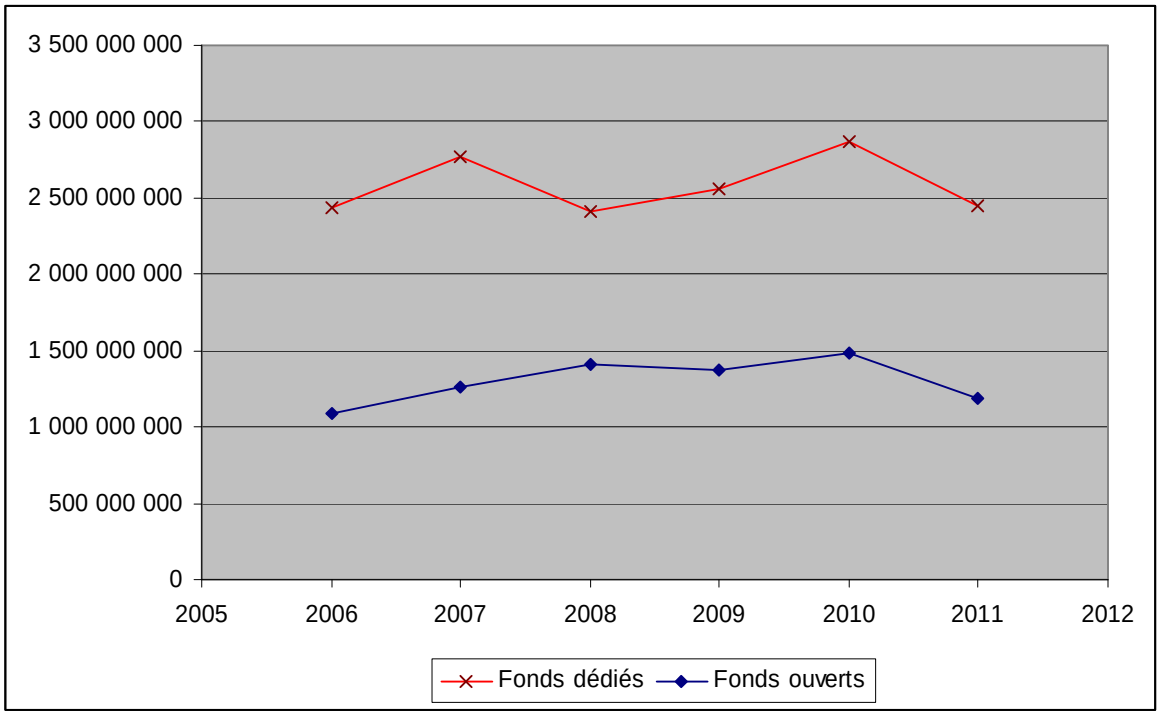
En €	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Dédiés	2 432 393 766	2 772 533 863	2 410 239 008	2 557 996 312	2 870 039 804	2 445 103 875
Non dédiés	1 086 181 169	1 266 398 308	1 406 737 099	1 377 651 978	1 480 151 661	1 186 068 340
total OPCVM	3 518 574 935	4 038 932 171	3 816 976 107	3 935 648 290	4 350 191 465	3 631 172 215
Part dédiés	69,13 %	68,65 %	63,15 %	65,00 %	65,98 %	67,34 %
Part non dédiés	30,87 %	31,35 %	36,85 %	35,00 %	34,02 %	32,66 %

Source : CARMF. Exploitation IGAS. RCO+ASV

[263] Si en 2011, les OPCVM dédiés sont au nombre de 33 (soit 5 seulement de plus que les non dédiés), ils représentent en revanche un peu plus de 67 % du montant total des OPCVM.

[264] Les encours des OPCVM sont en baisse sensible en 2011.

Graphique 11 : Evolution des encours des OPCVM dédiés et non dédiés en valeur de réalisation



Source : CARMF. Exploitation IGAS

4.2. Les placements détenus à travers des fonds dédiés ne sont pas suffisamment suivis

[265] Au 31/12/11 la CARMF possédait :

- 15 fonds dédiés actions pour 1,25 Mds€ en valeur de réalisation ;
- 17 fonds communs de placement dédiés (incluant un fonds réservé à moins de 20 porteurs détenu à 92 %) à la gestion de produits de taux pour 1,20 Mds€ en valeur de réalisation, auxquels s'ajoutent 5 fonds dédiés détenus par des fonds dédiés.

4.2.1. Les objectifs assignés aux fonds ne sont pas conformes au règlement financier, manquent de clarté, s'avèrent sans lien avec le passif et laissent aux gérants une trop grande marge de manœuvre

[266] L'article 10 du règlement financier de la CARMF prévoit : *« pour tout ce qui n'est pas investissement dans des OPCVM ouverts, la caisse détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectifs de performances et de risques et de comptes rendus de gestion. Ces contraintes sont retranscrites dans une convention de gestion […] »*.

[267] Par définition, la caisse a négocié les termes des prospectus des fonds dédiés, termes encadrés par son règlement financier. Or, les prospectus examinés par la mission apparaissent comme des prospectus standards, qui ne font notamment jamais référence au décret de 2002, qui fixe pourtant les contraintes en termes d'instruments autorisés, ni aux éléments de risque.

[268] Les objectifs assignés aux fonds sont, lorsqu'ils existent, extrêmement généraux. On citera à ce titre deux exemples :

- *« L'objectif de gestion du fonds R-MF Grandes Valeurs Long Terme est la recherche de performance, en investissant majoritairement directement ou indirectement sur les marchés actions, par la mise en œuvre d'une gestion reposant notamment sur la sélection d'instruments financiers fondée sur l'analyse financière des émetteurs »*.
- Certains fonds comme le fonds « actions France petites valeurs VM », ne comportent pas d'objectif mais uniquement des règles d'investissement, qui relèvent davantage de la stratégie.

[269] Les stratégies déployées par les gérants sont très peu encadrées par le prospectus, ce qui limite considérablement ensuite les marges de contrôle de la caisse. De manière générale, les prospectus développent un argumentaire verbeux relatif à la qualité de leurs analystes en charge de déterminer les placements optimaux : *« [Le gérant] a défini une méthode de gestion centrée exclusivement sur l'investissement dans un nombre limité de sociétés de croissance et de qualité. Cette sélection repose sur une recherche fondamentale très approfondie, réalisée en interne. L'analyse commence par une étude détaillée des derniers rapports annuels des sociétés, et s'enrichit par un travail de terrain intensif à travers des contacts fréquents avec les dirigeants, les opérationnels, et la visite de sites de production et de distribution. Les gestionnaires vérifient également de nombreux éléments auprès de la concurrence, des clients et des fournisseurs »*[104].

[270] Certains éléments de stratégie peuvent pour le moins surprendre : dans le prospectus du fonds *« Actions USA BNP PAM »* il est précisé que les titres sont choisis parmi un univers de plus de 500 grandes sociétés américaines selon une méthode analytique qui *« garantit que les choix d'investissement définitifs restent du ressort des spécialistes du marché américain, dont le jugement est plus adaptable [sic] que celui d'un modèle, aussi sophistiqué soit-il »*.

[104] Fonds CG actions Asie hors Japon (FR0010091561)

[271] Plusieurs prospectus contiennent des formules du type[105] : *« le gérant sélectionne donc des valeurs de façon discrétionnaire sans contraintes de répartition de secteurs et capitalistiques (grandes, moyennes, petites)* [106]» ou encore *« Le FCP investira sur un ou plusieurs marchés des actions, émises dans tout pays, appartenant à tous les secteurs industriels et de toutes tailles de capitalisation boursière émises dans un ou plusieurs pays. La répartition géographique et/ou sectorielle des émetteurs n'est pas déterminée à l'avance et s'effectuera en fonction des opportunités de marchés. »*[107].

[272] En outre, les compositions de l'actif envisageable sont très étendues et pourraient contrevenir ouvertement aux dispositions du décret (ici dans 9 cas sur 15) : *« En vue de réaliser l'objectif de gestion, le FCP investit majoritairement en parts et/ou actions d'OPCVM, selon l'allocation globale suivante : Entre 0 et 100 % en OPCVM actions (dont des parts d'OPCVM de droit étranger non-conforme à la directive) […] »*[108].

[273] Si la CARMF peut influer sensiblement sur le contenu du prospectus, les analyses produites par la mission montrent que ce n'est pas le cas dans les faits. La mission insiste notamment sur le fait qu'aucune référence n'est faite au passif spécifique de la caisse de retraite, ni à son allocation stratégique, ni à la réglementation. Cela n'est pas plus le cas dans la convention de gestion liant le gérant et la caisse.

4.2.2. Les conventions de gestion ne sont pas toujours à jour

[274] Concernant les conventions, la mission a audité les seules conventions de fonds dédiés action et constaté que dans 3 cas sur 15, les conventions ont été signées entre 3 et 8 ans après la création des fonds. La mission s'interroge d'ailleurs sur l'élément ayant déclenché ces régularisations puisqu'il semble que pendant ce délai, les comptables ont bien procédé aux paiements, sans base conventionnelle pourtant prévue par l'article 10 du règlement financier.

4.2.3. La caisse ne suit pas les risques présentés par les fonds qu'elle possède

[275] Aucun des documents mis à disposition de la mission par la CARMF concernant les placements ne repose sur une approche de la gestion par les risques. Il n'est pas donc pas surprenant de ne trouver que de très rares mentions des risques dans les documents d'ordre financier.

[276] Comme le rapport le souligne *supra*, les comptes rendus des conseils d'administration ou des commissions de placement ne mentionnent pratiquement jamais le terme de risque.

[277] Les prospectus des fonds ou les conventions qui les accompagnent ne sont pas plus détaillés sur cette question. Les risques sont souvent présentés sous toutes leurs formes, sans pour autant que des niveaux de risques acceptables soient précisés. Il s'agit plutôt pour les gérants d'alerter sur la panoplie des risques potentiels et souvent non spécifiques liés au fonds. On trouve par exemple la liste suivante, assortie des définitions de chaque risque : *« Les risques encourus par les porteurs de parts sont les suivants : risques liés aux investissements en OPCVM de gestion alternative ; risque de liquidité, risque de volatilité ; risque de gestion ; risque de taux ; risque de crédit ; risque de perte en capital ; risque lié à l'effet de levier ; risque de change ; risques liés à l'existence de règles de dispersion des risques très souples ; risque de contrepartie »*.

[278] Les conventions précisent dans 8 cas sur 15 qu'une mesure de risque de type volatilité notamment sera fournie à la caisse de manière mensuelle, mais les différents documents fournis à la mission n'ont pas permis d'établir qu'une utilisation était faite de ces informations.

---

[105] Certaines parties de la citation ont été soulignées à l'initiative de la mission.
[106] Fonds CG actions Europe (FR0007063953)
[107] R-MF Multi actions MP Energies (FR0010612911)
[108] R-MF Multi actions Europe DIV (FR0010344994)

[279] Un reporting (état détaillé des placements et détail des 10 premières lignes), le plus souvent établi sur une base au moins mensuelle, est prévu par les conventions, la transparence totale (« la CARMF doit avoir accès sur simple demande raisonnable (sic), à tous les documents afférents à la gestion du fonds »109) n'étant prévue dans les conventions que dans 5 cas sur 15. La mission n'est pas en mesure de documenter l'usage qui est fait de ces reporting, notamment à destination des administrateurs. En revanche les gestionnaires ont indiqué lors des entretiens réagir en tant que de besoin aux reporting des fonds en prenant contact directement avec eux. De la même manière, des réunions régulières (trois ou quatre fois par an) sont prévues dans les conventions (7 sur 15) et ont été mentionnées lors des entretiens avec les gérants de la caisse, sans que la mission n'ait trouvé de trace des conclusions de ces échanges dans les comptes-rendus des commissions.

[280] Si les services de la caisse considèrent qu'ils connaissent bien leurs fonds dédiés et exercent un suivi régulier adéquat, la mission insiste sur le fait que ce suivi ne fait pas l'objet d'un processus formalisé qui garantit une bonne maîtrise des risques pas plus qu'une bonne information des administrateurs.

[281] La caisse a indiqué à la mission que plusieurs contrôles ont été effectués sur des fonds dédiés par des auditeurs externes en 2009 et 2010 (Lazard Trésodyn Euro (Hewit) ; MFAI Indexeuroblig (Insti 7) ; BFT Altinvest (Insti 7) ; Aberdeen Euroblig Altindex (Insti 7) ; Actions Japon Invest (Hewit). Ces audits, dont le commanditaire[110] n'est pas connu de la mission, sont d'inégale qualité. La portée des conclusions est donc limitée. Globalement, il ressort pourtant des audits menés en 2010 :

- L'insuffisance de définition du cadre d'intervention des gérants (risque, univers d'investissement, etc.) ;
- Le défaut de reporting et de prise en compte en transparence des risques ;
- Le défaut dans le suivi par la CARMF (frais, contrôle interne, etc.)

[282] Par ailleurs, certaines conclusions d'un audit apparaissent peu exploitables : le départ d'un gérant du fonds « Actions Japon Invest » aurait entraîné une *« baisse de motivation/envie de Mme Van Lang »* ;

[283] Si des conclusions ont été tirées de ces audits, elles ne sont retracées ni dans les comptes-rendus de commission des placements, ni dans ceux des conseils d'administration.

[284] La mission note également qu'en dépit du peu de contraintes que la caisse fait peser sur ses fonds dédiés, ces dernières pourraient ne pas être respectées. La caisse ne suit pas les remontées d'anomalies auprès des dépositaires. Sur requête de la mission, elle a demandé ces remontées qui montrent que les anomalies sont peu nombreuses et le plus souvent rapidement réglées.

4.2.4. La caisse ne consolide pas ses placements

[285] La caisse dispose des états détaillés des placements détenus par ses fonds dédiés. Ces états détaillés, qui sont parfois communiqués aux membres de la commission des placements, se présentent sous la forme de listes difficilement exploitables de manière automatisée, et en pratique non exploitées. Sur demande de la mission, la caisse a établi un état détaillé de ses placements au 31 décembre 2011 sous forme électronique.

[286] De l'exploitation de ce document par la mission, il ressort que 261 lignes sont redondantes, avec la répartition suivante :

Tableau 17 : Composition des redondances de lignes

[109] Actions Euro-USA BNP-PAM

[110] La mission n'a pas trouvé de trace de ces audits dans la liste des marchés publics de la caisse et elle en déduit donc que le commanditaire n'est pas la CARMF.

Nombre de fois où apparaît la ligne	Nombre de lignes concernées	Montants concernés
2	155	467 991 706
3	54	322 428 163
4	20	277 040 553
5	12	116 739 456
6	8	94 812 961
7	6	80 478 392
8	4	57 113 528
9	1	10 526 216
18	1	626 275
Total	261	1 427 757 250

Source : Mission IGAS - Montants en euros et en valeur de réalisation.

[287] Les instruments redondants sont aussi bien des actions que des obligations (vanille[111], indexées ou convertibles), des OPCVM ou des instruments financiers à terme.

[288] Ainsi, l'obligation convertible Peugeot S.A. arrivant à échéance en 2016 est détenue directement par la caisse, mais aussi au travers de 8 OPCVM dédiés ou réservés à moins de 20 porteurs (FORTI OBLICONVERTIBLES, ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO, ABERDEEN OBLI CONVERTIBLES EURO, EQUI OBLICONVERTIBLES EURO, EURO-CONVERTIBLES, R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO, ODDO OBLI CONVERTIBLES EURO et LCF OBLICONVERTIBLES EURO). Cette obligation convertible est détenue en direct par la caisse à hauteur de 2,3 M€, mais l'exposition réelle s'élève à 10,5 M€.

[289] S'agissant de la gestion directe, tant actions qu'obligataire (voir annexe 13), seule 1 ligne sur 3 (pour les actions) ou sur 8 (pour les obligations) choisie par le gérant interne n'a été choisie par aucun gérant externe. Les écarts peuvent être importants : la caisse pourrait croire être exposée à hauteur de 1,3 M€ (respectivement 18,8 M€) en actions NESTLÉ (respectivement L'OREAL) alors qu'en fait son exposition s'élève à 9,3 M€ (respectivement 32,8 M€).

[290] Il apparaît ainsi que les débats concernant l'allègement ou le renforcement de certaines lignes peuvent être vains, les mouvements décidés en gestion directe pouvant être considérablement amplifiés (ou au contraire annulés) par les décisions identiques (ou inverses) des gestionnaires externes. Ainsi, les documents présentés à la commission des placements du 18 novembre 2011 montrent que des allègements ont eu lieu en 2011 sur 29 lignes et des renforcements sur 20 lignes. Or 23 des 29 lignes allégées étaient également détenues par d'autres gérants, ainsi que 15 des 20 lignes renforcées112.

[291] On remarquera par ailleurs également que les effets de concentration ainsi mis en évidence sont minorés, les fonds ouverts détenus par la caisse n'ayant pas donné la composition ligne à ligne de leur portefeuille. On observera que l'usage voulant que les fonds ouverts ne donnent pas leur composition ligne à ligne est profondément remis en cause par le besoin de prise en compte de leurs actifs en transparence totale imposé par la réglementation des organismes bancaires et assureurs : il est ainsi de plus en plus aisé d'obtenir cette composition pour des fonds ouverts.

Recommandation n°44 : Consolider les positions ligne à ligne des fonds dédiés comme ouverts détenus par la caisse.

[292] Il apparaît enfin contradictoire que la caisse souhaite diversifier ses placements sans en même temps se soucier des effets de concentration sur certaines valeurs liés à l'absence de contrôle fin des investissements délégués. Ainsi, la caisse ne peut prétendre diversifier ses actifs sans les connaître précisément.

[111] Une obligation vanille est une obligation détachant annuellement un coupon non nul et remboursant le nominal à l'échéance.

[112] On observera en outre que 15 lignes ont été allégées et renforcées courant 2011.

4.3. La caisse ne respecte ni les règles d'admissibilité, ni les règles de dispersion

4.3.1. La caisse détient des instruments non admissibles à hauteur de 1,2 Mds€

[293] La caisse détient des instruments non admissibles pour 1 257 M€ en valeur comptable et 1 186 M€ en valeur de réalisation. Il existe trois motifs de non admissibilité :

- la présence de fonds dédiés contractuels n'ayant pas une vocation générale, ces fonds représentant 1 170 M€ en valeur comptable et 1 100 M€ en valeur de réalisation ;
- la détention directe d'EMTN ne répondant aux conditions imposées par l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale pour un montant de 35 M€ en valeur comptable et 31 M€ en valeur de réalisation ;
- la détention directe de fonds immobiliers ne répondant aux conditions imposées au 10° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale pour un montant de 52 M€ en valeur comptable et 55 M€ en valeur de réalisation.

4.3.1.1. La caisse détient des fonds contractuels n'ayant pas une vocation générale

[294] L'article R. 623-6 du code de la sécurité sociale autorise la caisse à détenir :

- des OPCVM européens coordonnés (« *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* ») ;
- des OPCVM français agréés par l'AMF (OPCVM régis par la sous-section 1 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier). En pratique, les OPCVM ouverts de droit français ressortent de cette catégorie ;
- des OPCVM français à vocation générale régis par l'article L. 214-27 du code monétaire et financier, ce qui exclut ainsi de manière explicite :
  - les FCPR (dont la détention est par ailleurs autorisée par le 6° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale), les fonds communs de placement dans l'innovation ou fonds d'investissement de proximité ;
  - les OPCVM agréés réservés à certains investisseurs ;
  - les OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs.

[295] Le tableau suivant regroupe les fonds détenus fin 2011 par la caisse non admissibles en application des dispositions combinées des articles R. 623-6 du code de la sécurité sociale et L. 214-27 du code monétaire et financier :

Tableau 18 : Liste des fonds contractuels non admissibles

Code ISIN	Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FR0000989378	ABERDEEN EUROBLIG ALTINDEX	106 676 786,59	91 925 293,80
FR0010547794	ACROPOLE OBLICONVERTIBLES	58 735 556,00	57 691 544,00

	EURO		
FR0000986176	ACTIONS FCE PETITES VAL VM	52 044 519,03	30 449 021,68
FR0010278176	BFT ALTINVEST	27 157 121,25	28 135 863,64
FR0010889345	BNPP AM OPTIMEUROBLIG	292 990 086,29	298 474 860,41
FR0010657346	FORTIS OBLIG INFLATION EURO	50 046 286,00	53 726 724,00
FR0010255125	LFP SPREAD EUROBLIG	91 248 378,58	93 654 429,15
FR0010181487	MF AI INDEXEUROBLIG	23 219 532,00	25 113 349,60
FR0010926196	R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM	60 083 790,00	57 151 450,00
FR0010786475	R-MF LONG SHORT	86 584 480,85	85 383 285,44
FR0010404350	R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS	224 745 650,85	205 503 175,80
FR0010612911	R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES	65 158 608,84	43 046 937,08
FR0011034412	R-MF OBLI CREDIT EURO	31 495 948,00	29 977 171,00
Total		***1 170 186 744,28***	***1 100 233 105,60***

Source : IGAS, d'après données CARMF – montants en euros.

4.3.1.2. La caisse détient des obligations structurées ne répondant pas aux conditions de l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale

[296] S'agissant des obligations structurées, la caisse les ventile comme obligations relevant du 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. La mission estime au contraire qu'elles relèvent du 4° du même article. 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* » (art. L. 213-5). Leurs règles d'émission sont celles prescrites aux articles R. 228-57 à R. 228-86 du code de commerce (art. R. 213-15) ;
- « *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* » (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]* ».

[297] 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 n'est donc pas une obligation et doit être considéré comme un BMTN.

[298] Les EMTN détenus par la caisse ne remplissent pas les conditions posées par l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale, en particulier en ce qui concerne la taille minimale de l'émission, la clause de liquidité ou la double valorisation par des organismes indépendants. Ces actifs ne sont donc pas admissibles.

Tableau 19 : Liste des obligations structurées non admissibles

Code ISIN	Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FR0010729079	ABSOLUTE RENDEMENT 26/08/2019	10 000 000,00	9 283 000,00
FR0010451773	OBLIG MONEVOL EUR 2015	10 000 000,00	10 443 000,00
FR0010237123	SGOE ALM OPTIMIZER	10 000 000,00	6 858 000,00
FR0010348185	SHARPE +	5 000 000,00	4 696 500,00

Total		***35 000 000,00***	***31 280 500,00***

Source : IGAS, d'après données CARMF – montants en euros.

4.3.1.3. Certains fonds immobiliers et le vignoble récemment acquis par la caisse ne sont pas admissibles

[299] En matière immobilière, l'analyse des statuts de certains fonds dans lesquels la CARMF a investi montre que trois d'entre eux ne sont pas admissibles car ils n'ont pas un objet strictement immobilier (voir Annexe 2).

[300] Aussi, la mission considère que l'investissement dans ces trois fonds ne respecte pas les dispositions du 10° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Ces derniers doivent donc être sortis du portefeuille immobilier de la caisse et représentent 62,7 M€ d'engagements au 31 décembre 2011 :

Tableau 20 : Liste des fonds immobiliers non admissibles

Dénomination	Valeur brute	Valeur de réalisation
FONCIERE LFPI SAS	32 650 000,00	35 097 600,00
FLE SICAV FIS	19 432 739,35	19 733 232,04
Fonds EOIV	7 000 000,00	7 000 000,00
Total	***52 082 739,35***	***54 830 832,04***

Source : IGAS d'après données CARMF – montants en euros.

[301] Bien que n'entrant pas à proprement parler dans l'horizon temporel de la mission puisque l'acquisition a été effectuée en 2012, le vignoble bordelais est considéré comme non admissible par la mission (pour un montant de 62,5 M€) en raison de la présence d'une composante mobilière par l'intermédiaire des marques détenues.

4.3.2. La correction de la ventilation de certains OPCVM montre que la caisse ne respecte pas le minimum réglementaire de placements obligataires

4.3.2.1. La caisse ne tient pas compte des particularités des obligations convertibles

[302] La caisse détient en direct des obligations convertibles.

[303] Faisant une lecture littérale de la réglementation, elle considère que ces instruments financiers remplissent les conditions posées à 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* ».

[304] D'après la caisse, les obligations convertibles en actions permettent de détenir des obligations tout en étant exposé au risque actions : une obligation convertible « *présente toutes les caractéristiques de la sécurité d'une obligation associée aux opportunités de performance de l'action*[113] ».

[305] Or, la plupart des obligations convertibles étaient, lors de leur acquisition, dans ou à la monnaie, c'est-à-dire avec un comportement actions marqué. Elles devaient par conséquent alors être comptabilisées comme des actions.

[306] Au 31 décembre 2011, la caisse détenait 8 obligations convertibles pour une valeur de bilan hors dépréciations de 15,2 M€ et une valeur de réalisation de 13,3 M€. En raison de sensibles baisses des actifs sous-jacents, les obligations présentent un caractère obligataire (obligations convertibles hors la monnaie) qui ne prête pas à critique pour l'exercice 2011. Il s'agit toutefois d'une conformité conjoncturelle, due à la baisse des marchés actions, et qui n'est pas vérifiée pour d'autres exercices (comme par exemple en 2009).

4.3.2.2. Les OPCVM obligataires représentant plus d'1,2 Mds€ sont mal ventilés

[307] Au 31 décembre 2011, la caisse détenait directement 23 fonds obligataires au titre du RCO (5 fonds ouverts, 1 fonds réservé à moins de 20 investisseurs et 17 fonds dédiés à la seule CARMF) pour une valeur de bilan de 1 259,3 M€ et une valeur de réalisation de 1 308,5 M€.

[308] La caisse classe ces 23 fonds dans la catégorie 5° du décret de 2002, qui renvoie aux catégories 1° à 4° du même décret : « *actions des sociétés d'investissement à capital variable et parts de fonds communs de placement dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4° du présent article, dans des conditions fixées par l'article R. 623-6* ». Ainsi, peuvent être ventilés dans cette catégorie les actions ou parts d'OPCVM détenant exclusivement des actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale, c'est-à-dire :

- des obligations souveraines ou sous-souveraines émises ou garanties par un État partie à l'Espace Économique Européen ou une de ses collectivités territoriales ou établissements publics (1° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des obligations ou véhicules de titrisation (fonds communs de créances) et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu (2° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des titres de créance négociables d'un an au plus, à taux fixe ou indexés sur un taux interbancaire usuel, émis par des personnes morales ayant leur siège social dans un État membre de l'OCDE et négociés sur un marché reconnu (3° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale) ;
- des bons à moyen terme négociables (BMTN) dans les conditions de l'article R. 623-5 (4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale).

[309] Les opérations sur les instruments financiers à terme (IFT), régies par l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale, ainsi que les opérations de prise et de mise en pension, absentes des dispositions du décret de 2002 et par conséquent interdites, ne relèvent donc pas des catégories 1° à 4° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale.

[310] Ainsi, parmi les 23 fonds obligataires détenus par la caisse au titre du RCO, aucun ne peut être ventilé en catégorie 5° de l'article R. 623-2 du code la sécurité sociale pour les raisons suivantes :

[113] 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*, mémoire d'actuariat, novembre 2010.

- S'agissant des fonds dédiés et réservés, pour lesquels la mission a eu accès à l'inventaire des actifs détenus effectivement, les fonds permettent le recours aux instruments financiers à terme et généralement les prises et mises en pension. En pratique, 13 fonds recourent effectivement aux IFT, 1 fonds détient effectivement des OPCVM non monétaires, 3 fonds ont effectivement recours aux IFT et détiennent des OPCVM non monétaires et 1 fonds a effectivement recours aux mises ou prises en pension ;
- S'agissant des fonds ouverts, la mission n'a pas eu accès à l'inventaire des actifs effectivement détenus, mais seulement au prospectus. La lecture de ces prospectus fait apparaître que :
    - les fonds peuvent intervenir sur les marchés dérivés. En particulier, ils peuvent intervenir sur le marché des CDS, voire pour l'un d'entre eux (WEST LB MELLON EURO HIGH YIELD) des CDO synthétiques ;
    - les fonds peuvent avoir recours aux prises et mises en pension ;
    - un fonds peut intervenir sur les marchés de matières premières.

[311] Les 23 fonds doivent donc être reclassés en catégorie 8° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale. La ventilation du portefeuille de placements de la caisse par catégorie réglementaire s'établirait alors de la manière suivante :

Tableau 21 : Ventilation du portefeuille de la caisse par catégorie réglementaire, selon la mission

Chiffres en M€ - année 2011	Valeur nette comptable	Valeur de réalisation	Répartition mission	Répartition CARMF
2°	44,1	44,5	0,91	0,91
5°	**439,7**	**600,0**	12,23	**38,89**
6°	48,0	51,8	1,06	1,06
7°	**353,5**	**389,1**	7,93	**7,93**
8°	**2 883,4**	**3 031,2**	61,77	**35,11**
9°	**418,6**	**678,9**	13,84	**13,84**
10°	107,2	111,4	2,27	2,27
Total	4 294,5	4 906,9	100,00	100,00

Source : Mission IGAS

[312] Au total, les actifs des catégories 1° à 5° de l'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale représentent 12,23 % des placements. L'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale impose pourtant qu'ils en représentent au moins 34 %.

4.4. 2,4 Mds€, soit 40 % des placements de la caisse, ne seraient pas admis en détention directe

[313] Le décret n°1314 du 25 octobre 2002 ne prévoit pas explicitement l'application du principe de transparence aux OPCVM qui peuvent être détenus en application des 5° (OPCVM obligataires), 6° (FCPR) et 8° (autres OPCVM coordonnés) de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Aussi, s'il est explicitement interdit par le décret de détenir directement certains instruments, la question de leur détention indirecte à travers des OPCVM (et en particulier des FCP) peut être posée.

[314] La mission considère que les placements détenus au travers d'OPCVM doivent être analysés par transparence. 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 : on comprendrait mal qu'une caisse puisse investir par personne interposée dans des instruments qui lui sont interdits en détention directe. Cette analyse vise donc à faire prévaloir le fond sur la forme.

[315] L'article 4 du règlement financier de la caisse prévoit d'ailleurs : *« la caisse adopte une politique de placement qui intègre les notions de rendement, de risques et de prudence, propres aux activités financières »*. L'inscription du principe de transparence ressort de ces principes et devrait être inscrit dans le règlement financier. La mission a donc appliqué ce principe au portefeuille de la caisse.

[316] Il ressort de cette analyse 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.

[317] La détention de tels instruments n'est pas autorisée de manière directe au sens de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Or, comme indiqué *supra*, si le cas de la détention indirecte n'est pas pris en compte de manière explicite par la réglementation, il paraît difficile de concevoir qu'un achat non autorisé en direct fût permis par l'adjonction d'un intermédiaire particulièrement si l'intermédiaire en question est un fonds dédié à la caisse, l'exposition étant *in fine* la même. Le tableau suivant recense les instruments considérés comme non admissibles par transparence :

Tableau 22 : Instruments non-admissibles au 31 décembre 2011 après prise en compte par transparence

Instrument	Valeur brute	Valeur de réalisation
ACTIONS FCE PETITES VAL VM	52 044 519,03	30 449 021,68
ACTIONS USA BNP PAM	35 622 332,20	42 454 597,50
CG ACTIONS EUROPE	91 690 669,32	110 389 877,25
CG ACTIONS ASIE HORS JAPON	75 707 139,64	86 752 784,37
BFT ALTINVEST	27 157 121,25	28 135 863,64
R-MF MULTI ACTIONS EUROPE DIV	374 727 807,15	356 226 899,80
R-MF MULTI ACTIONS EMERGENTS	224 745 650,85	205 503 175,80
R-MF MULTI ACTIONS MP ENERGIES	65 158 608,84	43 046 937,08

R-MF GRANDES VALEURS LONG TERM	60 083 790,00	57 151 450,00
R-MF LONG SHORT	86 584 480,85	85 383 285,44
ALLIANZ MF OBLIG CREDIT EURO	44 576 108,00	44 744 314,50
R-MF OBLI CREDIT EURO	31 495 948,00	29 977 171,00
ABERDEEN OBLICONVERTIBLES EURO	41 847 451,28	44 835 032,55
ACROPOLE OBLICONVERTIBLES EURO	58 735 556,00	57 691 544,00
EQUI-MULTIGESTION CONVERTIBLES EURO	62 991 582,00	57 594 914,00
LCF OBLICONVERTIBLES EURO	64 384 832,28	63 693 693,66
EURO-CONVERTIBLES	54 677 089,26	55 607 059,20
FORTI-OBLICONVERTIBLES EURO	46 575 507,47	45 771 837,65
R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	51 806 639,32	46 017 428,71
ODDO OBLICONVERTIBLES EURO	88 255 244,13	87 641 993,79
HSBC QUANTS OBLIG INFLATION EURO	55 816 178,84	72 924 304,32
EURO INFLATION CA-MF	78 472 579,89	84 682 304,34
AI-MF INFLATION EUROBLIG	64 977 965,00	70 384 170,00
FORTIS OBLIG INFLATION EURO	50 046 286,00	53 726 724,00
ABERDEEN CS EUROBLIG ALTINDEX	106 676 786,59	91 925 293,80
MF AI INDEXEUROBLIG	45 008 915,00	49 263 390,00
BNPP AM OPTIMEUROBLIG	292 990 086,29	298 474 860,41
AIM EUROBLIG	45 008 915,00	49 263 390,00
EUROBLIG CA-MF[114]	0,00	0,00
IXIS EUROBLIG	0,00	0,00
PAREUROBLIG	0,00	0,00
SGOE ALM OPTIMIZER	10 000 000,00	6 858 000,00
SHARPE + (SGOE)	5 000 000,00	4 696 500,00
ABSOLUTE RENDEMENT 26/08/2019	10 000 000,00	9 283 000,00
OBLIG MONEVOL EUR 2015	10 000 000,00	10 443 000,00
Total	***2 412 865 789,48***	***2 380 993 818,49***

Source : Mission IGAS sur la base des documents communiqués par la CARMF – chiffres en euros.

4.4.1. L'analyse du portefeuille en transparence montre que les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de surexposition au risque en violation des dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002

[318] Les fonds dédiés résultent de la volonté réaffirmée plusieurs fois lors des entretiens par la CARMF de diversifier son portefeuille, notamment la diversification internationale telle que validée chaque année par le conseil d'administration de janvier : *« Le Conseil d'Administration a réexaminé cette allocation stratégique d'actifs en 2001 et l'a confirmée, notamment en ce qui concerne la part prépondérante des actions. Au sein de celle-ci, il a fixé un objectif de diversification internationale, avec la création des fonds dédiés 50 % euro – 50 % monde ou USA (les fonds 50-50 étaient imposés par la réglementation du moment, mais ils ont été progressivement transformés en fonds purs depuis le décret du 25 octobre 2002) ».*

[114] Les FCP dédiés EUROBLIG CA-MF, IXIS EUROBLIG et PAREUROBLIG sont détenus par le FCP dédié BNPP AM OPTIMEUROBLIG. Ils ne figurent donc pas au bilan de la CARMF.

[319] L'utilisation de produits dérivés est encadrée par les dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit que les instruments financiers à terme doivent être admis à la négociation sur les marchés reconnus et utilisés dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement. Ce texte devrait être revu car il présente des difficultés théoriques et pratiques, et prévoyait un arrêté qui n'a jamais été pris. Enfin, bien que le décret de 2002 ne traite que de la question de la détention de tels produits en direct et n'aborde pas le sujet de leur détention au travers d'OPCVM, la mission considère que la réglementation en matière de produits dérivés doit également s'appliquer aux OPCVM en vertu du principe de transparence.

Encadré : les marchés réglementés et reconnus

L'article 47 de la directive européenne n° 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») autorise chaque État membre à conférer le statut de « marché réglementé » aux marchés établis sur son territoire qui se conforment à sa réglementation nationale. L'article L. 421-1 du code monétaire et financier, définit pour la France le « marché réglementé » comme « *un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers [ou des quotas d'émission de gaz à effet de serre définis à l'article L. 229-15 du code de l'environnement et sur les autres unités visées au chapitre IX du titre II du livre II du même code], d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* ».

Les marchés reconnus sont, au sens du code monétaire et financier, les marchés étrangers dont « *les règles de protection des investisseurs, de sécurité, de surveillance et de contrôle de ce marché sont équivalentes à celles qui existent sur les marchés placés sous l'autorité de l'Autorité des marchés financiers et à condition que les personnes autorisées à intervenir sur ces marchés et les produits qui peuvent y faire l'objet de transactions bénéficient d'un traitement équivalent dans le pays concerné* » (*Comofi*, art. D. 423-1).

Ces marchés correspondent à ceux figurant sur la liste des marchés réglementés publiée par l'Autorité des marchés financiers et la liste des marchés reconnus établie par arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie en application des articles L. 422-1 et L. 423-1 du code monétaire et financier.

Ainsi, d'après l'annexe 4 du rapport annuel 2011 de l'Autorité des marchés financiers, il existe en France 4 marchés réglementés (EURONEXT PARIS, MATIF, MONEP et BLUENEXT) gérés par la même entité (EURONEXT PARIS). Il existe au Royaume-Uni 7 marchés réglementés (EDX, Bourse PLUS, The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), NYSE Euronext, Bourse des métaux de Londres, Bourse intercontinentale – ICE Futures Europe et Bourse de Londres – marché réglementé) et 3 marchés reconnus spécialisés : International Petroleum Exchange (dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures) ; UK Power Exchange (UKPX) APX Power UK (dérivés sur le marché de l'électricité) et PULPEX (dérivés sur la pâte à papier).

[320] Le recours aux produits dérivés n'est donc admis que dans un objectif de couverture des risques. Pourtant, ces derniers sont largement utilisés par de nombreux OPCVM dans une toute autre optique : les stratégies mises en œuvre nécessitent l'utilisation d'instruments financiers à terme dans des conditions visant l'exposition au risque, voire la surexposition, et non la couverture.

[321] L'utilisation de produits dérivés dans ces conditions est particulièrement risquée en raison de l'effet de levier permis par ceux-ci. Toutefois, les fonds ne s'exposent pas au-delà de la valeur du fonds (100 % maximum selon les prospectus).

[322] L'emploi d'instruments dérivés implique aussi des risques différents, voire supérieurs, à ceux associés à l'investissement direct dans des titres et autres investissements traditionnels :

- les produits dérivés permettent un effet de levier important, ce qui est notamment le cas dans les stratégies de surexposition. Cette stratégie peut conduire à amplifier les pertes en capital ;
- les produits dérivés sont généralement plus volatiles (donc risqués) que leurs sous-jacents. Ainsi des faibles variations de la valeur du sous-jacent autour de la valeur d'exercice d'une option entraîne-t-elle de fortes variations dans la valeur de cette dernière ;
- l'utilisation de produits dérivés, y compris en couverture et surtout en anticipation de placements, nécessite un contrôle interne performant. Or la caisse ne disposerait pas d'un contrôle interne de ce niveau (si elle intervenait sur ces produits en gestion directe) et ne demande pas que les alertes dépositaires lui soient communiquées afin de s'assurer de la qualité du contrôle interne de ses gérants (pour la gestion déléguée) ;
- les produits dérivés sont rarement cotés sur des marchés réglementés ou reconnus qui proposent peu de sous-jacents[115]. On les échange fréquemment de gré à gré sans chambre de compensation, ce qui fait courir à leur détenteur un risque de contrepartie. Or, il est quasiment systématique que les prospectus autorisent l'acquisition d'instruments financiers à terme de gré à gré et non obligatoirement sur un marché reconnu en contravention avec les dispositions du décret n° 2002-1314.

[323] La mission assimile les prises et mises en pension[116] à l'utilisation de produits financiers puisqu'il s'agit d'une vente couplée à un achat à terme du même instrument (pour la mise en pension) ou l'achat couplé à une vente à terme du même instrument (pour la prise en pension). Les emprunts et prêts de titres relèvent de la même logique. Ce type d'opération n'est par ailleurs pas autorisé par les dispositions du décret n° 2002-1314.

4.4.2. L'analyse du portefeuille en transparence montre qu'un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change contraire aux limites imposées par le décret de 2002

[324] L'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale impose que le portefeuille total de la caisse soit obligatoirement composé d'au moins 90 % d'actifs libellés ou réalisables en euros. Aussi l'exposition au risque de change ne saurait dépasser 10 % de la valorisation totale du portefeuille de la caisse. L'origine technique d'une telle règle est simple : la caisse est engagée à verser des rentes en euros, les actifs permettant de payer ces rentes et de couvrir le régime doivent donc être eux aussi libellés en euros afin de limiter le risque induit par les conversions de devises sous l'effet des brusques variations des taux de change.

[115] Les contrats à terme (« futures ») sur OAT de maturité comprise entre 8,5 et 10,5 ans sont échangées sur le marché réglementé EUREX depuis avril 2012.

[116] Comofi, art. L. 211-27 : « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus.* »

[325] À ce jour, le respect de cette contrainte de congruence n'est ni acquis, ni pleinement vérifiable, en l'absence d'encadrement de l'exposition correspondante et de consolidation ligne à ligne du portefeuille de la caisse. Si les OPCVM souscrits par la caisse sont le plus souvent libellés en euros ou en dollars américains, les stratégies des gérants sont à même d'induire une exposition directe au risque de change dans d'autres devises. En est un exemple le cas des fonds qui investissent en actions ou obligations d'entreprises situées dans des pays dits émergents. La devise dans laquelle est libellé le fonds est alors particulièrement trompeuse puisqu'il suffit que la monnaie soit convertible pour calculer une contrevaleur en euros. Même dans le cas d'un fonds libellé en dollars – présentant donc, *a priori*, un risque de change – l'appréciation de ce risque est biaisée dans la mesure où le fonds peut ne pas être exposé au dollar mais aux devises des pays émergents dans lesquelles les investissements sont faits. À titre d'exemple, le FCP « CG actions Asie hors Japon » est libellé en euros (valeur de réalisation 79 M€ fin 2011) mais est exposé - entre autres - aux monnaies suivantes :

- roupie indonésienne ;
- won sud coréen ;
- ringgit de Malaisie ;
- dollar de Taiwan ;
- Yuan.

[326] L'exposition au risque de change est partiellement mesurée par la caisse, puisque celle-ci a présenté à ses délégués le processus d'internationalisation du portefeuille d'actions ayant fait passer entre fin 1997 et fin 2011 la part des actions françaises de 82 % à 31,57 % du portefeuille, la part d'actions américaines de 2 % à 12,54 %, la part d'actions asiatiques de 3 % à 10,55 % et la part d'actions venant du reste du monde de 0 % à 10,18 %. Il est ainsi possible d'affirmer que 32,17 % au moins du portefeuille d'actions de la caisse est exposé au risque de change, ce qui signifie, étant donné le poids représenté par les actions dans le portefeuille de la caisse, que la caisse ne respecte pas l'obligation de détenir 90 % au moins d'actifs libellés en euros. 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, et plus encore en l'absence de suivi de ce risque par la caisse.

4.4.3. L'analyse du portefeuille en transparence montre que certains OPCVM exposent la caisse à des risques spécifiques aux marchés émergents

[327] Les stratégies de placement sur les marchés émergents font partie des stratégies de gestion alternative, mais sous l'effet de leur développement et de leur vulgarisation, elles sont en passe de devenir une classe d'actifs à part entière. Il n'en reste pas moins que les critiques traditionnelles faites à la gestion alternative demeurent valables. S'y ajoutent celles ayant trait aux risques géopolitiques. Investir dans les pays émergents nécessite une expertise et une appétence au risque particulièrement importantes. La délégation de gestion ne peut être considérée comme une réponse satisfaisante dans la mesure où la compétence nécessaire pour suivre de tels investissements est rare. Quant au risque, ce dernier, intrinsèque à l'investissement, n'est pas supprimé par la simple adjonction d'un intermédiaire financier.