



Inspection générale
des affaires sociales

CONTROLE DES PLACEMENTS DE LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES

RAPPORT DEFINITIF

Établi par

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

RM2012-110P

Synthèse

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

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

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

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

[1] La caisse de retraite des notaires est une section professionnelle de l'organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales² (OAAVPL), qui se subdivise au total en dix sections professionnelles. Ces 10 sections totalisent plus de 600 000 cotisants auxquels s'ajoutent près de 200 000 allocataires. La CRN, quant à elle, comprend 8 500 cotisants et 6 900 allocataires.

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

- le régime d'assurance vieillesse de base³ – par délégation de la CNAVPL – commun à toutes les professions libérales (hors avocats);
- le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécifique à la profession⁴ divisé en deux sections : la section C (anciennement U et A) et la section B⁵ ;
- le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécial aux notaires du ressort des cours d'appel de Colmar et Metz⁶.

¹ En valeur nette comptable.

² Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

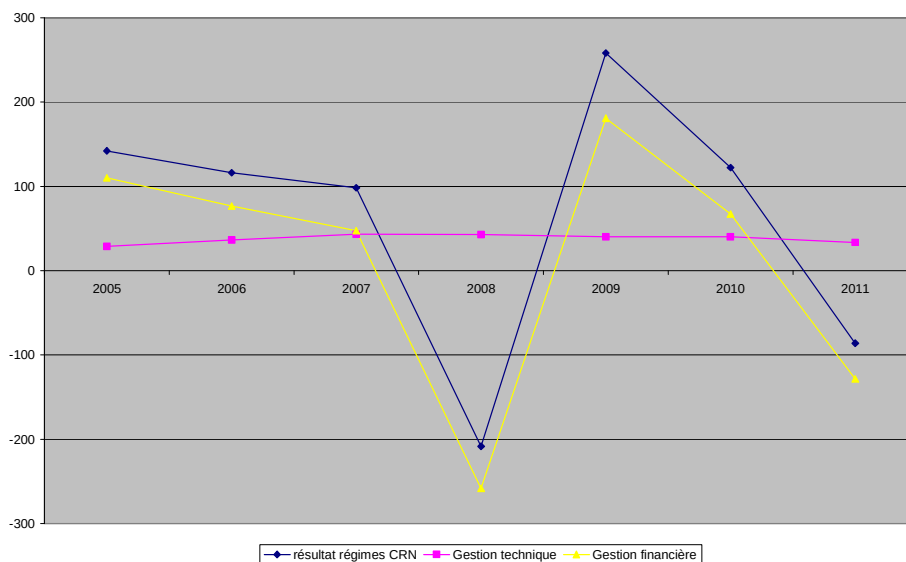
³ Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

⁴ Décret n° 49-578 du 22 avril 1949.

⁵ Décret n° 62-502 du 13 avril 1962.

- [3] Selon les statuts de la CRN, bien qu'appartenant au même régime, les sections B et C comportent des comptabilités entièrement séparées et il ne peut y avoir de confusion ou compensation entre elles.
- [4] La gestion la section C est assurée en répartition : les allocations servies sont proportionnelles au nombre et à l'importance des cotisations versées.
- [5] La section B est composée de sept classes de cotisations numérotées 0, 1, 2, 3, 4, 6 et 8 en référence au nombre de points susceptibles d'être acquis. L'inscription dans une des classes de cette section est obligatoire pour les notaires en exercice ; le choix de la classe elle-même étant laissé à l'appréciation du notaire. En ce sens, la fraction de la cotisation supérieure au niveau nécessaire pour cotiser en classe 1 (voire en classe 0) peut être considérée comme facultative⁷.
- [6] La cotisation annuelle est égale au nombre de points multiplié par le coût d'acquisition du point B et est **affectée d'un coefficient d'âge**, fixé lors de l'inscription dans une classe, selon le barème figurant aux statuts. Autrement dit, la valeur du point est uniforme au sein de la section B mais le coût d'acquisition est modulé par l'utilisation d'un coefficient tenant compte de l'âge du notaire lors de son affiliation.
- [7] **Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section C du régime complémentaire s'établit à 781,6 M€ contre 915,4 M€ au titre de la section B. Le régime complémentaire d'assurance vieillesse concentre l'essentiel des réserves qui sont au total de 1 721 M€.**
- [8] Sur le plan comptable, le résultat financier et sa volatilité déterminent dans une large mesure le résultat net.

Graphique 1 : Les résultats par gestion (M€)



Source : Exploitation des états financiers.

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

⁶ Décret n° 51-310 du 3 mars 1951.

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

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

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

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

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

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

- [17] De ces études, il ressort que la section C présente des réserves particulièrement élevées pour un régime géré selon les principes de la répartition : l'évaluation des engagements et des rendements⁸ d'équilibre montre que l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour la section, et ce quel que soit l'âge de l'affilié. Les projections en groupe ouvert concluent à une multiplication par trois des réserves à l'horizon 2040.
- [18] **En revanche, la section B, en partie facultative, qui permet l'acquisition de droits individuels gérés « en partie par capitalisation » n'est couverte qu'à 50 % par ses réserves.** Aussi, le conseil d'administration a initié la décroissance du rendement réel, décroissance que le cabinet de conseil préconise de maintenir pendant les dix prochaines années à un rythme soutenu. Le taux 2011 reste toutefois au-dessus de celui qui permettrait d'assurer l'équilibre du régime sur le long terme.
- [19] D'un point de vue théorique, la modélisation financière du cabinet INSTI7 est critiquable et ne définit pas les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes. Il est par ailleurs regrettable que l'étude ne permette pas d'appréhender l'appétence au risque censée être définie par la caisse afin de déterminer le profil de risque dont il est pourtant question dans l'étude.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- [23] Toutefois, le règlement financier ne répond que partiellement aux obligations fixées par le décret n°2002-1314 modifié dans la mesure où son contenu, généralement trop vague, ne permet pas de définir précisément la politique de placement de la caisse. Nonobstant le non respect des exigences du code de la sécurité sociale en la matière, la rédaction d'un document empreint d'une telle généralité ne peut se concevoir que s'il est complété par un document ayant vocation à décliner les modalités d'application des principes énoncés. Or, à la date du contrôle, un tel document n'existe pas. Si le rapport mentionné par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale⁹ pourrait être considéré comme un commencement de politique de placement, ce dernier n'a jamais été produit bien que ledit article en impose une rédaction annuelle.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Observation de la mission : *Vu.*

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

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

- [36] Bien que le *reporting* élaborée par la société AON HEWITT visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, ces dernières sont celles applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est propre et non pas les contraintes applicables à la CRN. **Aussi, le *reporting* élaboré par le cabinet AON HEWITT ne prévoit pas de document permettant de vérifier explicitement que les placements détenus par la caisse sont admissibles au sens du décret n°2002-1314 modifié.**
- [37] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion fait référence au décret de 2002, voire reprend certaines de ses dispositions dans le corps de la convention. Par conséquent, dans la mesure où le cabinet AON HEWITT doit s'assurer du respect des stipulations conventionnelles, ces mesures font l'objet d'un certain suivi. Toutefois, celui-ci n'est que partiel au vu des obligations du décret de 2002.

Réponse de l'organisme : *Les documents produits par Aon Hewitt intègrent des éléments de contrôle relatifs aux positions de la CRN par rapport aux dispositions réglementaires de l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale. Ces contrôles sont réalisés en décomposant les fonds dédiés en transparence ainsi que sur l'ensemble du portefeuille consolidé de la CRN (gestion en direct, OPCVM ouverts). Ces contrôles sont effectués :*

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

Réponse de l'organisme : *-Tous les ans de manière plus précise, en associant à chaque groupe d'actifs, tel que précisé par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale et défini par l'article R623-3, le montant détenu par la CRN en pourcentage du portefeuille. A titre d'exemple, ce contrôle est effectué en répartissant les obligations convertibles en fonction de leur delta et les fonds diversifiés en fonction de leur allocation d'actif ce qui apporte un degré de précision supplémentaire bien que cela ne soit pas requis par le régulateur.*

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

Réponse de l'organisme : *La CRN considère les fonds dédiés comme éligibles dans la mesure où ils correspondent à la catégorie 8° « Actions et parts d'OPCVM » du présent article*

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

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

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

[38] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires¹⁰. Ce document est insuffisant à plusieurs titres et n'est d'ailleurs pas communiqué à la commission des placements.

[39] Si les rendements sont analysés et suivis mensuellement fonds par fonds, les points relatifs à la gestion « actif-passif », à la maîtrise des risques ou au respect de la réglementation sont plus rares. En l'occurrence, certaines décisions ne sont motivées que par la performance (cf. *infra*) alors qu'une analyse faisant intervenir des considérations relatives aux besoins des régimes, aux risques encourus ou à la réglementation aurait pu conduire à des décisions différentes.

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

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

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

¹⁰ La part des obligations dans le portefeuille total de la caisse doit être supérieure à 34 % et l'immobilier ne doit pas dépasser 20 %.

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

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

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

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

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

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

- [43] On ne peut toutefois exonérer la commission de sa propre responsabilité et conclure qu'elle a été trompée par son conseiller ; les investissements proposés sont, même pour un non spécialiste, clairement non-conformes à ces dispositions.
- [44] **Dans le cadre de son activité, la CRN est amenée à passer des commandes auprès de prestataires extérieurs et est soumise aux règles des marchés publics.** Dans le domaine financier, les prestations concernées sont les prestations de conseil et de la gestion d'actifs.
- [45] S'agissant des prestations de conseil, la caisse a indiqué ne pas passer de marché public pour ce qui est des prestations de conseil financier (cabinet AON HEWITT), celles liées aux études de passif (cabinet WINTER & ASSOCIES) et aux études d'actif (cabinet INSTI¹¹). La caisse n'a pas non plus recours à la passation de marchés publics pour sélectionner les prestations de gestion d'actifs.

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

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

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

Observation de la mission : *Vu.*

- [47] **Les relations avec les sociétés de gestion sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision. Les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté et sont éloignés des contraintes induites par les régimes, ce qui laisse une grande latitude aux gérants.** Les objectifs et contraintes de gestion sont retranscrits au sein de conventions de gestion signées entre la caisse et les sociétés de gestion de ses fonds dédiés. Les conventions de gestions reprennent souvent des articles « type » voulus par la CRN. Sont ainsi présentes dans la plupart des conventions des stipulations quant aux frais de gestion, aux conditions de dénonciation, au *reporting* ainsi qu'aux modalités de contrôles possibles par la CRN. Les conventions font aussi, le plus souvent, référence au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 et prescrivent que les investissements doivent être réalisés en conformité avec ce texte. **La mission note cette bonne pratique qui reste encore trop rare dans les autres caisses pourtant soumises aux mêmes obligations.**
- [48] Cependant, les diverses conventions de gestion et prospectus ont en commun la légèreté avec laquelle y sont définis les objectifs de gestion. Le manque de précision et de définition des objectifs, que ce soit en matière de rendement ou d'enveloppe de risque, laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM. **Les objectifs sont fixés sans lien avec les régimes de la caisse et prennent principalement en compte la performance qu'il semble possible de réaliser dans tel ou tel cadre de gestion.**

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

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

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

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

Source : Reporting AON HEWITT.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- [54] **Dans le même registre, 8 % du portefeuille de la caisse¹² est composé de produits structurés complexes nécessitant des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas.**

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

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

- [55] **In fine, 58 % des OPCVM audités, soit 450 M€, représentant un tiers de la valeur nette comptable hors immobilier fin 2011, ne sont pas éligibles à une détention directe en vertu des dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002.**
- [56] A noter que la caisse gère directement deux bons de capitalisation proposés par des assureurs régis par code des assurances. Ces instruments ne figurent pas sur la liste des placements autorisés au titre de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Si l'on ajoute le montant de ces placements (25 M€) aux 450 M€ jugés non éligibles à une détention en direct par la mission, cela conduit à un taux de non éligibilité de 35 % rapporté à l'ensemble du portefeuille (y compris immobilier) sachant que la mission a sondé 60 % de ce dernier.
- [57] Ces bons de capitalisation dont l'échéance est d'une trentaine d'années sont gérés directement par l'agent comptable au titre de ses attributions en matière de trésorerie. Les titres de trésorerie sont généralement définis comme les placements dont la maturité est inférieure à 6 mois. **La mission note par ailleurs la grande liberté qui est laissée à l'agent comptable dans le choix des placements de trésorerie.**
- [58] **Au-delà des questions réglementaires, il convient de se demander plus généralement si les placements et modes de gestion mis en œuvre sont adaptés et en adéquation avec les missions de la caisse. L'objet principal de la CRN est d'assurer le service de retraites sur une longue période grâce à sa gestion des cotisations qui sont, en grande partie, obligatoires.**

¹² Hors immobilier et en valeur de réalisation.

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

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

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

- [60] En la matière, comme en témoignent les conclusions de la mission suite au sondage d'une fraction des OPCVM souscrits par la caisse, le niveau de risque peut paraître excessif notamment au vu de la faiblesse de l'organisation ayant trait à la gestion des risques financiers.
- [61] Au-delà du niveau de risque, se pose la question de l'adéquation de ces placements aux « engagements » de la caisse. Comme affirmé *supra*, il ne peut y avoir de sens à un investissement sans analyser le besoin auquel il est censé répondre. Des questions classiques relatives à l'adéquation des flux, à la gestion de la *duration*¹³ et du risque de taux ne se voient ainsi jamais abordées.

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

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

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

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

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

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

Sommaire

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

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

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

Rapport

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

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

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

- [66] La caisse de retraite des notaires est une section professionnelle de l'organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales¹⁴ (OAAVPL), qui se subdivise au total en dix sections professionnelles. Ces 10 sections totalisent plus de 600 000 cotisants auxquels s'ajoutent près de 200 000 allocataires. La CRN, quant à elle, comprend 8 500 cotisants et 6 900 allocataires.
- [67] La CRN a été créée en 1949 afin d'assurer la gestion des régimes d'assurance vieillesse obligatoires institués au profit des personnes exerçant la profession de notaire. A ce titre, la caisse assure la gestion des régimes suivants :
- le régime d'assurance vieillesse de base¹⁵ – par délégation de la CNAVPL – commun à toutes les professions libérales (hors avocats);
 - le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécifique à la profession¹⁶ divisé en deux sections : la section C (anciennement U et A) et la section B¹⁷ ;
 - le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécial aux notaires du ressort des cours d'appel de Colmar et Metz¹⁸.
- [68] A l'origine, le régime de retraite complémentaire était constitué de trois sections : la section Uniforme, la section A et la section B. Le décret n° 2004-1142 du 20 octobre 2004, applicable au 1^{er} janvier 2005, regroupe les deux premières (U et A) dans une nouvelle section appelée C.

¹⁴ Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

¹⁵ Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

¹⁶ Décret n° 49-578 du 22 avril 1949.

¹⁷ Décret n° 62-502 du 13 avril 1962.

¹⁸ Décret n° 51-310 du 3 mars 1951.

- [69] L'adhésion est obligatoire pour les notaires, à l'exception des notaires salariés qui relèvent de la Caisse de Retraite et de Prévoyance des Clercs et Employés de Notaires (CRPCEN). Par ailleurs, pour les notaires relevant des cours d'appel de Colmar et Metz, un régime a été créé en 1951 leur permettant de bénéficier d'une retraite plus importante, destinée à compenser l'absence du droit de présentation.
- [70] Depuis le 1^{er} janvier 2007, les notaires dirigeants de Sociétés d'Exercice Libéral à Forme Anonyme, de Sociétés par Actions Simplifiées, ainsi que les gérants minoritaires de Sociétés d'Exercice Libéral à Responsabilités Limitées sont affiliés à titre obligatoire¹⁹ au régime complémentaire de la CRN.

1.1.1. Le régime de base est commun aux professions libérales

- [71] Le régime d'assurance vieillesse de base est obligatoire et sa gestion est fondée sur le principe de répartition. Conformément à la loi n° 2003-775 du 21 août 2003, le financement est assuré par une cotisation proportionnelle aux revenus non salariés. Ces revenus sont divisés en deux tranches appelées T1 et T2, chacune d'elles étant affectée d'un taux de cotisation de :
- 8,6 % pour la tranche T1 correspondant aux revenus compris entre 0 et 85 % du plafond annuel de la Sécurité Sociale (PASS).
 - 1,6 % pour la tranche T2 dont les revenus sont compris entre 85 % du plafond de la Sécurité Sociale et 5 fois ce plafond.
- [72] Le versement de la cotisation annuelle ouvre droit à l'attribution d'un nombre de points de retraite conformément aux dispositions de l'article D. 643-1 du code de la sécurité sociale. Bien que libellé en points, le fonctionnement du régime s'apparente à celui d'un régime en annuités. La valeur des droits exprimés en points est fixée annuellement par décret.
- [73] La retraite peut être servie à partir de l'âge de 60 ans, âge porté progressivement à 62 ans, sans pénalité d'anticipation si le notaire a acquis le nombre de trimestres requis tous régimes de base confondus. Un coefficient de minoration²⁰ de 1,25 % par trimestre manquant est appliqué si le notaire demande l'ouverture de ses droits au régime de base avant l'âge réglementaire de 65 ans, porté progressivement à 67 ans, et s'il ne dispose pas de la durée d'assurance nécessaire pour l'obtention d'une pension à taux plein.
- [74] Le montant de la pension de retraite est calculé à partir de trois éléments :
- le nombre de points acquis ;
 - la valeur de service du point ;
 - le taux de liquidation.
- [75] Depuis le 1^{er} janvier 2004, le nombre de points attribué annuellement est calculé en fonction des revenus. La cotisation afférente à chaque tranche ouvre droit à l'acquisition d'un nombre de points proportionnel aux cotisations avec un maximum de :
- 450 points pour la Tranche 1 (T1) ;
 - 100 points pour la Tranche 2 (T2).
- [76] Les trimestres cotisés par l'affilié avant le 1er janvier 2004 ont été convertis en points à raison de 100 points par trimestre.

¹⁹ Décret n° 2006-1607 du 14 décembre 2006.

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

- [77] En conséquence du mode dégressif d'acquisition des points, le rendement²¹ du régime diminue au fur et à mesure que le revenu augmente pour devenir constant au-delà de 5 PASS, lorsque la cotisation et le nombre de points sont plafonnés.
- [78] En cas de décès de l'affilié, une pension de réversion est versée au conjoint survivant :
- aux taux de 54 % sous condition de ressources²² ;
 - sans condition de durée de mariage ou de remariage.

1.1.2. Le régime complémentaire est divisé en deux volets

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

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

- [80] La gestion la section C est assurée en répartition : les allocations servies sont proportionnelles au nombre et à l'importance des cotisations versées.
- [81] L'assiette de calcul de la cotisation de la section correspond à la moyenne des produits de base réalisés au cours des trois années précédant l'année antérieure à celle du recouvrement²³ (limitée à trois fois la moyenne générale des produits des Etudes de France), sur lequel est appliqué le taux de 4,5 %. Ce taux de la cotisation est fixé par décret sur proposition du conseil d'administration.
- [82] Le nombre de « points C » acquis par affilié correspond au rapport du montant de la cotisation annuelle par le coût d'acquisition du point C. **Cette valeur d'acquisition est calculée de façon à ajuster le nombre de points attribué à chaque notaire de façon à ce que la moyenne sur l'ensemble des notaires soit toujours égale à 900 points²⁴.**
- [83] Le mécanisme d'attribution des droits dans la section est « procyclique²⁵ » en ce sens que plus les produits des études croissent, moins le rendement instantané du régime est élevé. En effet, à effectif de cotisants inchangé, le nombre de points distribuable étant constant, l'augmentation de l'assiette de calcul conduit de manière mécanique à un renchérissement de la valeur d'acquisition. A l'inverse, lorsque les produits des études diminuent, le taux de rendement du régime croît. Ainsi, le taux de rendement instantané du régime passe de 3,47 % en 2009 à 4,12 % en 2012.

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

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

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

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

²² Réversion du régime de base incluse.

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

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

²⁵ Terme utilisé par l'actuaire de la caisse.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 3 : Coefficients d'âge

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

Source : CRN, Annexe 6 des statuts.

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

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

Tableau 4 : Evolution des valeurs d'acquisition

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

Source : CRN.

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

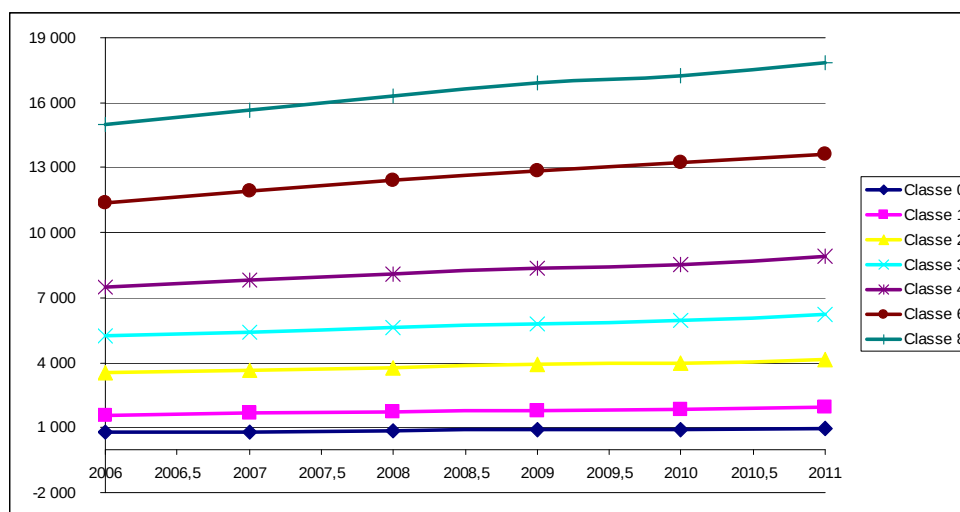
Tableau 5 : Evolution des effectifs par classe de cotisation

Classe de cotisation	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	1 623 €	1 648 €	1 619 €	1 678 €	1 660 €	1 587 €
Evolution		1,5%	-1,8%	3,6%	-1,1%	-4,4%
1	2 136 €	2 204 €	2 269 €	2 425 €	2 538 €	2 593 €
Evolution		3,2%	2,9%	6,9%	4,7%	2,2%
2	1 307 €	1 337 €	1 355 €	1 326 €	1 323 €	1 411 €
Evolution		2,3%	1,3%	-2,1%	-0,2%	6,7%
3	613 €	573 €	579 €	568 €	581 €	602 €
Evolution		-6,5%	1,0%	-1,9%	2,3%	3,6%
4	1 190 €	1 197 €	1 176 €	1 141 €	1 092 €	1 099 €
Evolution		0,6%	-1,8%	-3,0%	-4,3%	0,6%
6	519 €	526 €	530 €	513 €	502 €	510 €
Evolution		1,3%	0,8%	-3,2%	-2,1%	1,6%
8	621 €	637 €	627 €	591 €	563 €	554 €
Evolution		2,6%	-1,6%	-5,7%	-4,7%	-1,6%
Total	8 009 €	8 122 €	8 155 €	8 242 €	8 259 €	8 356 €
Evolution		1,4%	0,4%	1,1%	0,2%	1,2%

Source : CRN.

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

Graphique 2 : Cotisation annuelle moyenne (€)



Source : CRN.

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

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

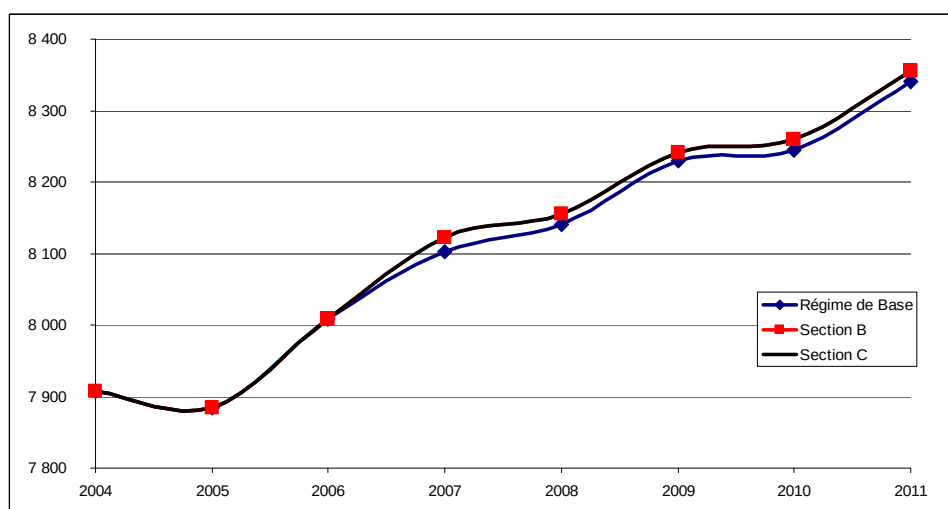
- [94] Hors du dispositif précédent, pour les notaires relevant des cours d'appel de Colmar et Metz, un régime spécial d'assurance vieillesse complémentaire obligatoire a été instauré en 1951.
- [95] Ce régime a été instauré afin de permettre aux notaires des cours d'appel de Colmar et Metz de majorer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

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

- [97] Hors régime de Colmar et Metz, la CRN couvre, au 31 décembre 2011, une population de bénéficiaires de près de 6 700 personnes – dont 4 200 retraités de droits directs et 2 500 conjoints survivants – pour 8 300 actifs cotisants et environ 300 adhérents en attente de liquidation.
- [98] La mission n'a pu disposer de données antérieures à 2004 ; il lui a été indiqué que le changement de système informatique en 2005 avait conduit à la perte des historiques²⁶ et que la collecte de ces données demanderait de nombreux efforts. La disponibilité d'un suivi sur longue période des cotisants n'apparaîtrait pas anormale dans un régime de retraite.

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

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



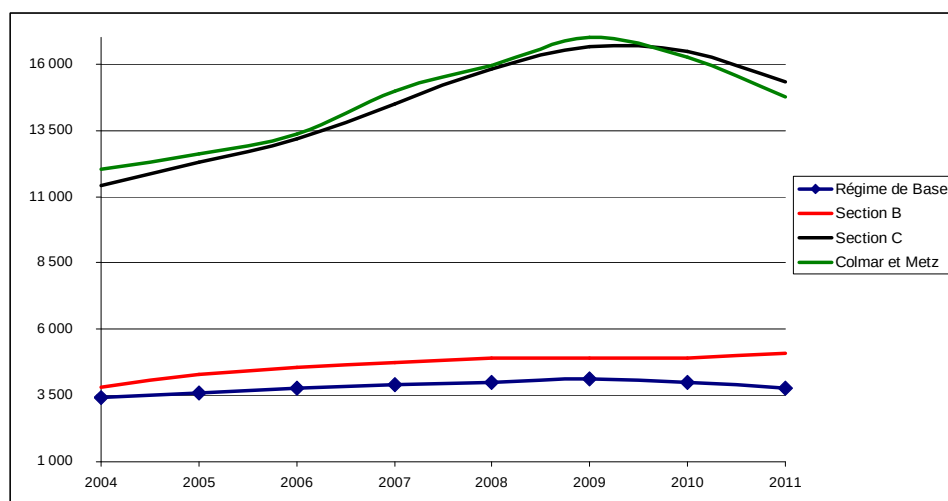
Source : CRN.

[99] Au 31 décembre 2011, l'âge moyen de liquidation s'établissait à 64,5 ans.

[100] Le régime de Colmar et Metz compte, quant à lui, 250 cotisants pour 155 bénéficiaires dont 87 retraités de droits directs.

[101] Les niveaux de cotisation du régime de Colmar et Metz sont relativement proches de ceux de la section C du régime complémentaire et suivent la même tendance.

Graphique 4 : Cotisation annuelle moyenne (€)

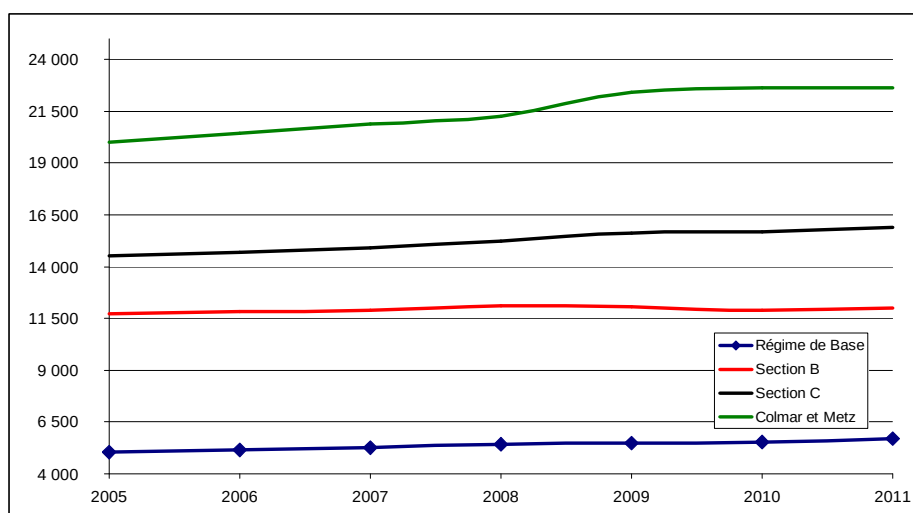


Source : CRN.

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

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

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



Source : CRN.

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

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

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

- [104] La mission a demandé à la caisse de lui fournir les rapports d'activité pour la période sous revue. La revue détaillée de ces documents figure à l'annexe 3. Ces courts documents comportent la même structure : la composition du conseil d'administration, le message du président, la présentation des comptes et le rapport du directeur.
- [105] La gestion technique déficitaire au début des années 2000 devient excédentaire par la suite d'un montant qui est, en moyenne, de 39,4 M€ entre 2006 et 2011.

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat annuel dont ²⁷ :	32,8	-1	-65,8	72,5	83,2	142,1	116,2	98,3	-208,3	258,2	122,1	-86
Gestion technique	-7,4	-2,7	3,2	7,3	16,7	28,7	36,5	43,2	42,9	40,1	40,3	33,5
Gestion financière	38,8	-0,03	-71,5	61,2	63,8	110	76,8	47,5	-258,2	180,8	67,3	-128,3
Gestion immobilière	4,2	4,5	5,4	6,9	5,1	5,8	5,4	10	9,4	37,7	14,9	9,1
Gestion administrative	-1,9	-2,9	-2,9	-3	-2,5	-2,4	-2,6	2,4	-2,4	-3,3	-3,5	-3,5

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

- [106] Le résultat financier détermine largement le résultat annuel et traduit la volatilité inhérente aux choix d'investissements retenus par la caisse.
- [107] Les rapports 2009 et suivants comportent une information moindre. L'information se focalise sur le rendement en le comparant à des indices de référence (qui ne sont pas toujours précisés dans le texte).
- [108] On passe d'un chiffrage des actifs financiers en valeur d'acquisition à une valeur de marché sans que le passage entre les deux modes d'évaluation soit explicité. Un tableau décomposant le résultat financier est fourni pour les années 2006 à 2008 mais ne l'est plus après. Il en va de même pour un tableau donnant la décomposition du portefeuille en prix de revient qui est remplacé par des données moins détaillées en valeur de marché.
- [109] **Sur la période, on constate *in fine* une information de moins en moins détaillée et limitée à des comparaisons d'une année sur l'autre sans perspective de moyen / long terme. Tous les indicateurs et commentaires portent sur le rendement, la performance, le mot « risque » n'apparaît jamais dans les documents. Aucun indicateur du niveau de risque du portefeuille n'est fourni.**
- [110] S'agissant de la gestion financière, le mot du directeur donne une décomposition plus fine du portefeuille et fournit des données de rendement qui, pour une large part, doublonnent celles figurant dans la partie précédente.
- [111] L'articulation entre les deux parties du rapport d'activité n'est pas parfaite. En 2006, le directeur indique que le rendement de la trésorerie est de 2,64 % (contre EONIA²⁸ de 2,84 %) alors que la partie relative aux comptes donne respectivement les chiffres de 2,70 % et 2,91 % (la précision décimale des chiffres exclut une erreur d'arrondi). De même, en 2008, 4,42 % et 3,95 % contre 4,31 % et 3,94 % dans la partie comptes.
- [112] On retrouve en 2010 dans le rapport du directeur des éléments plus complets sur la gestion immobilière qui compensent partiellement la perte d'information dans la partie comptes.

Recommandation n°1 : Revoir le rapport d'activité à la fois pour mieux en coordonner les différentes parties et pour en dégager des informations et indicateurs suivis sur des périodes plus longues afin de constituer un véritable outil à destination des administrateurs et des affiliés.

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

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

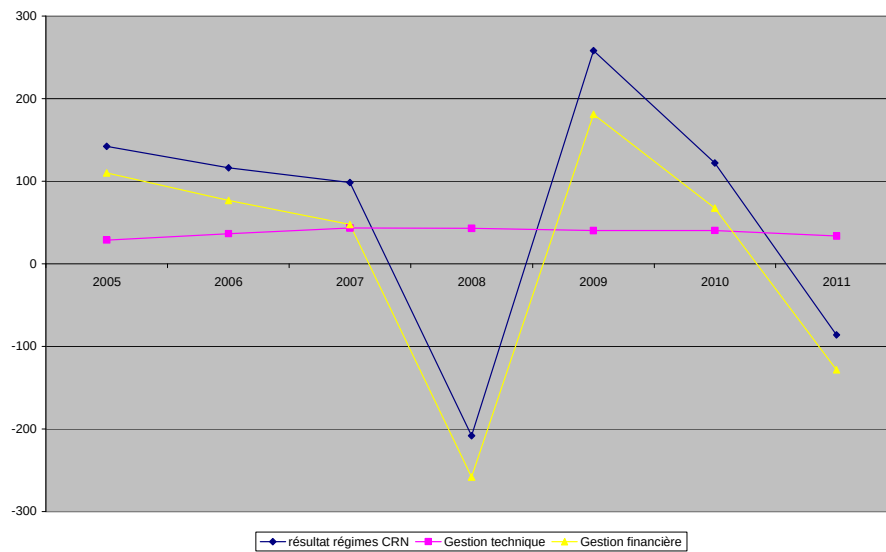
[113] La mission a procédé à la revue des états financiers et de leurs documents annexes pour les années 2006 à 2011, de manière globale pour les bilans et comptes de résultat, de manière plus détaillée pour la gestion financière et la gestion immobilière. L'analyse faite ici est globale et non par régime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

Tableau 7 : Résultat décomposition par gestion (M€)

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

Source : Exploitation IGAS tableau de comparaison des résultats.

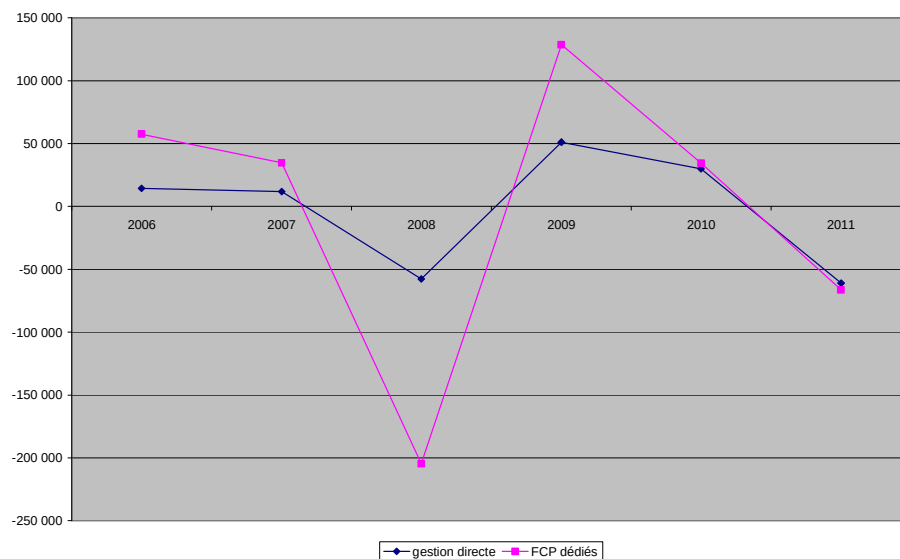
Graphique 6 : Les résultats par gestion (M€)



Source : Exploitation des états financiers.

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

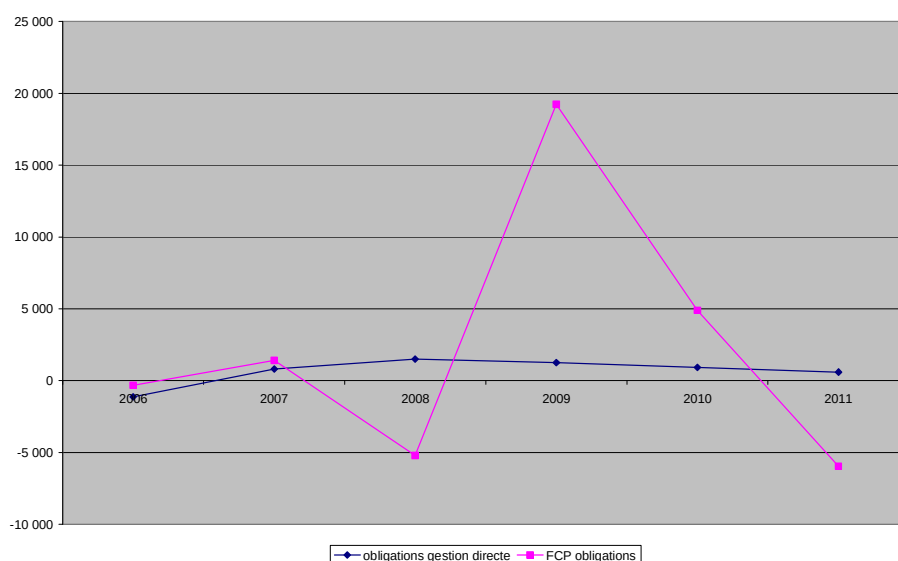
Graphique 7 : Contribution gestion directe gestion déléguée opérations en capital(K€)



Source : Exploitation des états financiers

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

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



Source : Exploitation des états financiers

- [116] La politique de la CRN en matière de placements obligataires consiste à porter ces derniers jusqu'à leur échéance pour ce qui est de la fraction gérée en direct. Sauf défaut de l'émetteur, le résultat financier d'une telle stratégie est régulier et positif. Il est le résultat de l'encaissement des coupons successivement détachés par les obligations.
- [117] *A contrario*, les obligations et, plus généralement les titres de taux, détenus par le biais d'OPCVM obéissent à des stratégies convenues avec le gérant du fonds ou bien sont gérés de manière discrétionnaire par ce dernier. Dans la mesure où les gérants ont vocation à « surperformer » des indices de référence (« battre le marché »), ces derniers prennent des positions dites directionnelles en réalisant des achats/ventes afin d'anticiper au mieux les déformations de la courbe des taux. *In fine*, ce type de gestion est plus volatil et peut conduire à des gains et des pertes importants. Comme en témoigne le compte-rendu de la commission des placements du 12 mars 2009, la caisse est très au fait de ce sujet : « *Le Président CRESPEL fait observer que ce qui est regrettable, c'est de perdre de l'argent avec les obligations et indique qu'il conviendrait de les gérer en direct et de les conserver jusqu'à leur échéance.* »
- [118] Si on ne peut bien évidemment pas reprocher à la caisse ses fortes pertes en période de crise, il est toutefois intéressant de remarquer que la CRN enregistre des résultats positifs et réguliers, apparemment décorrélés des turbulences de marchés et peu coûteux en frais de gestion, pour ce qui est du portefeuille obligataire géré en direct.
- [119] Au total, il est légitime de se demander s'il est prudent pour une caisse de retraite de permettre de fortes variations de son actif (et donc potentiellement de fortes pertes) dont les montants peuvent être bien supérieurs à ses cotisations ou à ses prestations.

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

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

1.3. La caisse a massivement recours à la gestion déléguée

[120] Le portefeuille est pour l'essentiel composé de FCP dédiés²⁹ et d'OPCVM ouverts que la caisse considère comme en gestion directe. Au cours de la période, on note :

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

Tableau 8 : Portefeuille de la CRN en valeur de réalisation (M€)

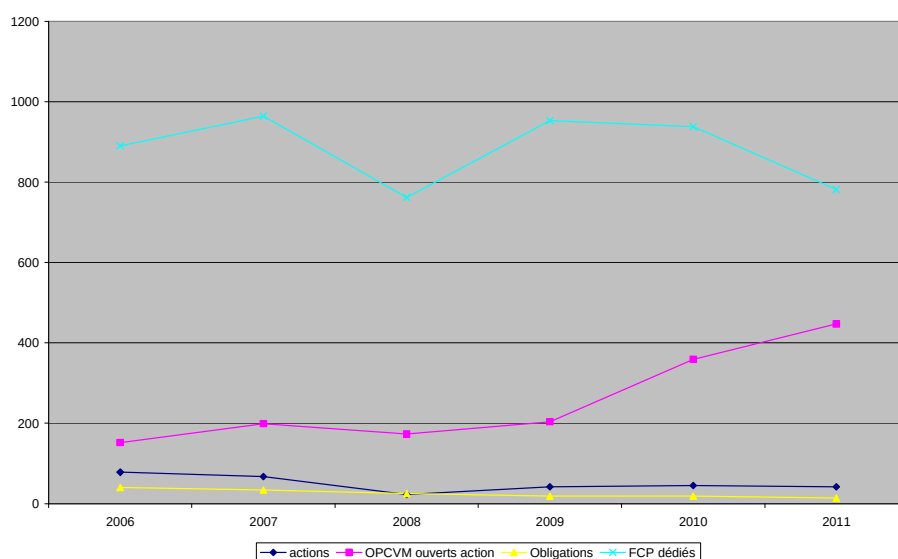
	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
Actions	78	7 %	67	5 %	23	2 %	41,5	3%	45	3%	42	3%
OPCVM ouverts action	152	13 %	199	16 %	173	18 %	204	17%	359	26%	447	35%
Obligations	40	3 %	34	3 %	25	3 %	19	2%	19	1%	14	1%
FCP dédiés	890	77 %	964	76 %	762	78 %	953	78%	938	69%	782	61%
Total	1 160	100 %	1 264	100 %	983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

Source : CRN.

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

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

Graphique 9 : Evolution des différentes catégories d'actifs détenus



Source : CRN.

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

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

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

- [128] Les études annuelles conduites par le cabinet de conseil en actuariat WINTER & ASSOCIES ont vocation, d'une part, à évaluer les engagements relatifs aux sections B et C considérées individuellement et, d'autre part, à permettre la mise en place d'indicateurs pertinents dans le cadre du pilotage des sections. Ces études permettent d'appréhender la nature et le montant des engagements à l'horizon 2060 et constituent donc le pré requis à tout investissement. L'analyse par la mission de ces études se trouve en annexe 5.
- [129] Les travaux menés par le cabinet de conseil permettent également d'évaluer la sensibilité des résultats aux paramètres utilisés. En particulier, le cabinet de conseil mène un test ayant vocation à illustrer les impacts produits sur la section C par une baisse de 30 % du revenu professionnel.

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

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

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

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

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

- [131] La question des hypothèses est abordée plus en détail à l'annexe 5. Cependant, la question du choix du taux d'actualisation des engagements appelle des observations d'importance.
- [132] Le taux d'actualisation retenu est de 2 %. Pour le cabinet WINTER & ASSOCIES, ce taux apparaît cohérent avec le contexte économique actuel. Toutefois, le cabinet est conscient que ce dernier demeure supérieur au taux maximal applicable aux engagements des entreprises d'assurance qui s'élève à 1,75 %³⁰ fin 2011. Ce taux est identique à celui retenu en 2010 (2,25 % en 2009, 2,50 % de 2006 à 2008 et 3,00 % en 2004 et 2005).
- [133] La mission se permet de rappeler que l'hypothèse relative au taux d'actualisation est majeure et que son impact sur les résultats est potentiellement plus important que celui du choix de la table de mortalité. Si la réglementation applicable aux organismes assureurs limite le niveau de taux c'est afin d'éviter la minoration de l'évaluation des engagements en escomptant leur couverture par des produits financiers futurs trop importants. *In fine*, un taux d'actualisation réel³¹ de 2 % suppose que la caisse soit en mesure de dégager un rendement financier annuel de ce même montant et cela sur toute la durée de la projection, soit plusieurs dizaines d'années.

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

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

³¹ Par opposition à nominal.

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

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

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

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

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

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

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

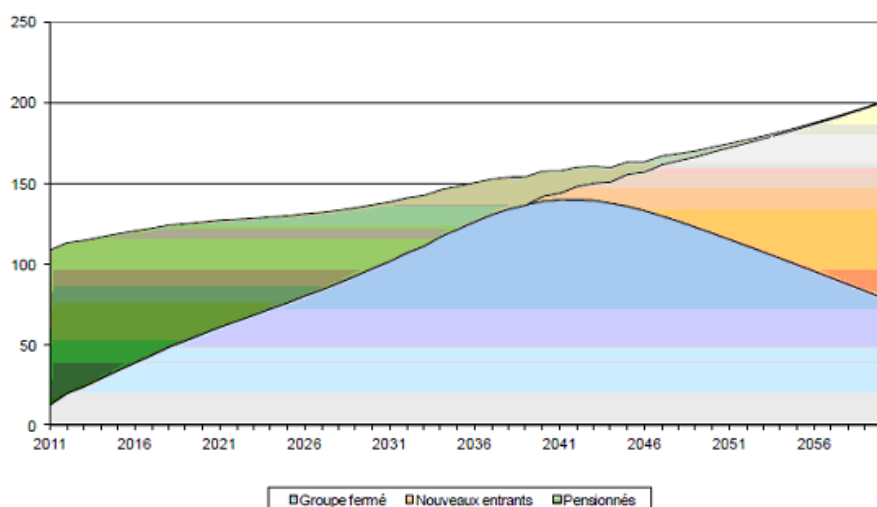
Observation de la mission : Vu.

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

- [135] Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section C du régime complémentaire s'établit à 781,6 M€.
- [136] L'évaluation des engagements et des rendements³² d'équilibre montre que l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour la section, et ce quel que soit l'âge de l'affilié. En effet, le taux de rendement distribué par la section C est substantiellement inférieur au taux de rendement théorique d'équilibre actuariel.
- [137] Sur la base des hypothèses retenues, les projections réalisées en groupe fermé par le cabinet WINTER & ASSOCIES évaluent le taux de couverture des engagements, par les seuls cotisants actuels, à plus de 60 %. La gestion de la section C étant assurée selon la technique de la répartition, une étude en groupe fermé ne présente qu'un intérêt théorique en tentant d'apprécier, par référence à la capitalisation, le niveau de couverture des prestations actuelles (ou à naître) relatives à la population considérée par les cotisations et actifs financiers versées (ou à verser) par cette même population.
- [138] Afin de mesurer l'impact de la gestion par répartition, le cabinet de conseil prend en compte les évolutions des effectifs en accord avec le jeu d'hypothèses retenues par la direction. Les projections en groupe ouvert concluent à une multiplication par trois des réserves à l'horizon 2040.

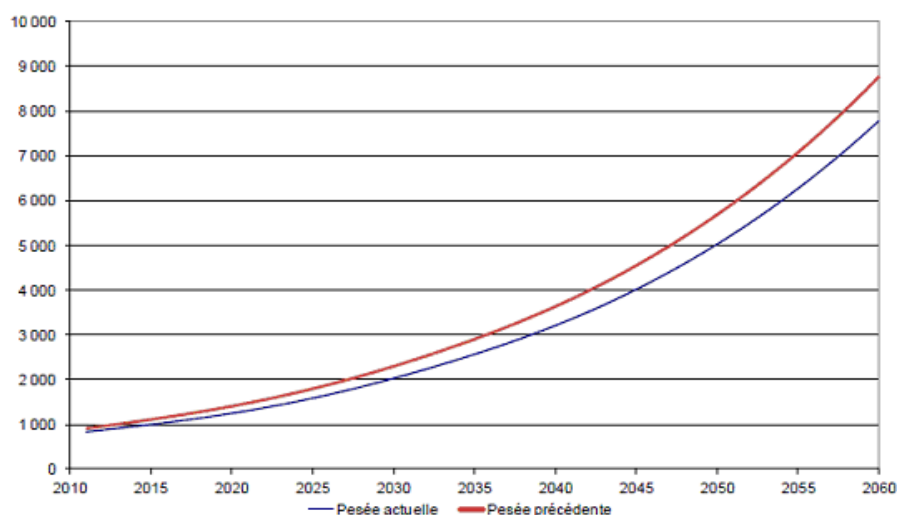
³² Le taux de rendement visé correspond ici au rapport de la valeur de service du point par sa valeur d'acquisition et non au rendement financiers des actifs.

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



Source : WINTER & ASSOCIES.

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



Source : WINTER & ASSOCIES.

[139] Cette vision déterministe mérite cependant d'être nuancée, d'une part, du fait du taux d'actualisation de 2% retenu³³, et d'autre part, en raison de la sensibilité importante des résultats à la réalité de la gestion et des performances futures des réserves.

[140] Même en cas de chute de 30 % des revenus de la profession, les réserves de la section resteraient supérieures à plus de 700 M€. Au 31 décembre 2011, le régime de la section C dispose de suffisamment de réserves pour garantir le service des pensions durant 8,7 années contre 9,3 à fin 2010 et 8,6 à fin 2007 ; sa viabilité en groupe ouvert est supérieure à 40 années.

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

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

- [141] Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section B du régime complémentaire s'établit à 915,4 M€.
- [142] La modélisation de la section B se fonde sur des hypothèses identiques à celles de la section C et sur une méthodologie comparable.
- [143] **Sur la base d'une évaluation des actifs financiers intégrant les plus values-latentes non obligataires³⁴ et sur la base d'un calcul des engagements individuels en fonction des paramètres évoqués *supra*, il apparaît que les réserves actuelles couvrent environ 50,4 % des engagements du régime. Ce taux est en diminution par rapport au taux de couverture mesuré à fin 2010 dans des conditions d'hypothèses identiques.**

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

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

- [144] En fonction des hypothèses retenues et du taux d'actualisation de 2 %, le taux de rendement d'équilibre³⁵ peut être estimé à environ 5,44 %. L'évolution du taux de rendement découlant des décisions du conseil d'administration de la caisse depuis 2005 (6,99 % en 2011 contre 7,15 % fin 2010 et près de 10 % en 2000) s'inscrit ainsi dans la ligne des recommandations du cabinet de conseil. **Le conseil d'administration a initié la décroissance du rendement réel, décroissance que le cabinet de conseil préconise de maintenir pendant les dix prochaines années à un rythme soutenu.**
- [145] **Le rendement 2011 reste toutefois au-dessus du rendement qui permettrait d'assurer l'équilibre du régime sur le long terme.**

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

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

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

³⁵ Tenant compte du financement des droits par les cotisations et les réserves.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- [151] « Dans un second temps, les éléments à l'actif sont analysés et décomposés. La structure des OPCVM et des mandats est étudiée afin de réaliser les analyses de risques et proposer de nouvelles allocations. Dans un troisième temps, des projections à long-terme de l'actif, de l'écart des flux prévisionnels actif-passif et du ratio de couverture sont réalisés. Dans un quatrième temps, les projections des Provisions Techniques Spéciales³⁶ et du taux de couverture comptable³⁷ sont réalisées sous différentes hypothèses quant à l'évolution de la durée moyenne des mandats, du transfert des obligations des OPCVM vers les mandats, de la dégradation de la notation moyenne des mandats obligataires, etc. ».

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

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

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

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

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

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

³⁷ Non défini dans l'étude.

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

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

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

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

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

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

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

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

où :

- $R(\theta)$ est le taux d'intérêt de maturité θ ;
- β_0 est le facteur de niveau des taux longs ;
- β_1 est le facteur dit de rotation (taux courts) ;
- β_2 est le facteur de courbure (taux à moyen terme) ;
- τ est un paramètre d'échelle.

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

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

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

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

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

- [159] Sur le plan théorique, il est intéressant de remarquer que **ce modèle conduit à éliminer à long terme l'incertitude et la volatilité des taux**. En effet, les temps éloignés correspondent aux grandes valeurs du paramètre θ (représentant le temps). Or, lorsque ce paramètre tend vers l'infini, les taux s'approchent de β_0 : taux estimé à long terme. Cette observation doit être modulée en fonction de la valeur du paramètre d'échelle τ . La valeur de ce dernier est absente des données de l'étude.

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

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

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

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

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

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

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

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

Observation de la mission : Voir les deux réponses supra.

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

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

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

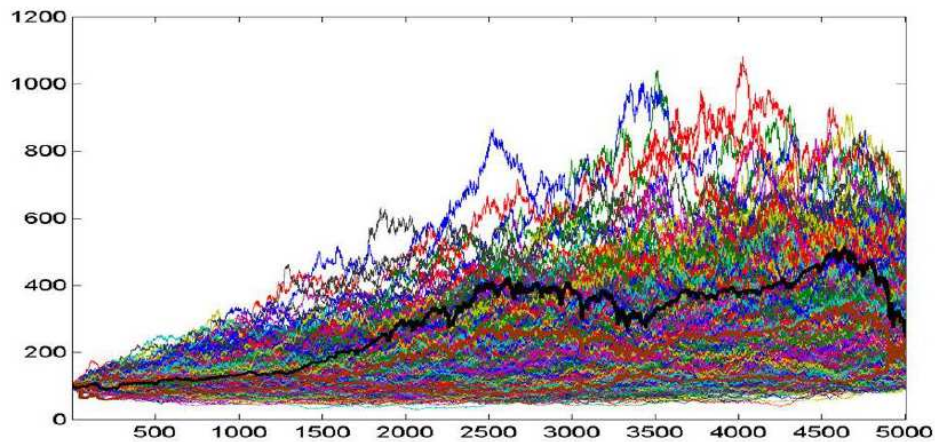
Observation de la mission : Commentaire d'un paragraphe purement descriptif.

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

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

Observation de la mission : Certes.

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



Source : INSTI7.

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

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

Réponse de l'organisme :

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

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

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

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

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

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

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

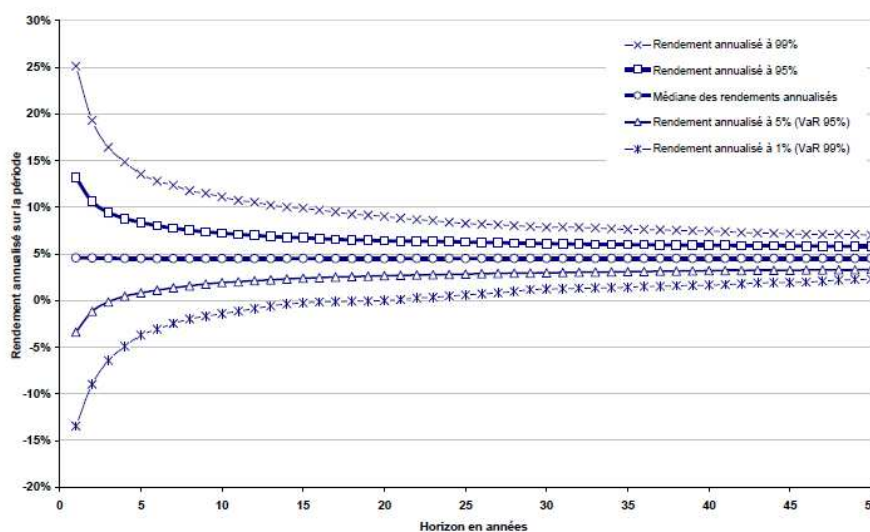
Observation de la mission : *Même remarque que pour la réponse précédente.*

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

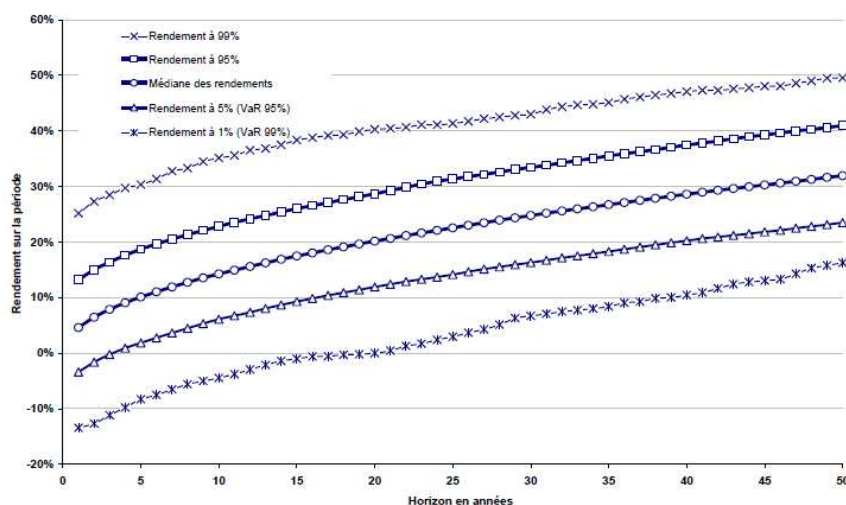
Réponse de l'organisme : *Les structures par terme des espérances et des VaR, à plusieurs niveaux, sont systématiquement répertoriées, comme indiqué dans les graphiques 13 et 14.*

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

Réponse de l'organisme :

Graphique 13 : Exemple de « trompette » de risque de l'allocation stratégique proposée³⁹

Source : INSTI7.

Graphique 14 : Exemple « d'enveloppe » de risque de l'allocation stratégique proposée⁴⁰

Source : INSTI7.

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

³⁹ Rendements annualisés.⁴⁰ Rendements cumulés.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[173] Par ailleurs, INSTI7 présente des indicateurs classiques de risque (volatilité, pire perte sur un an) ainsi que plusieurs mesures de VaR⁴¹.

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

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

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

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

	Section B	Section C
Volatilité	7,47 %	9,02 %
Pire perte sur 12 mois	-23 %	-24,40 %
Maximum DrawDawn⁴²	-28,15 %	-31,07 %
Durée du DrawDawn (jours)	480	461
VaR semi-paramétrique à 95 %	-9,38 %	-12,18 %
VaR semi-paramétrique à 99 %	-16,44 %	-20,72 %
VaR semi-paramétrique à 99,5 %	-19,17 %	-23,92 %
VaR historique à 95 %	-9,24 %	-13,31 %
VaR historique à 99 %	-18,31 %	-20,78 %
VaR historique à 99,5 %	-19,63 %	-21,85 %

Source : INSTI7.

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

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

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

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

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

⁴² Perte maximale observable pendant sur une période donnée.

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

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

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

[176] A titre de comparaison, la nouvelle réglementation dite Solvabilité II, applicable à compter du 1^{er} janvier 2015⁴³ aux organismes assureurs privés prévoit que les fonds propres des assureurs couvrent la valeur de la VaR à 99,5 % à l'horizon de un an. En d'autres termes, l'ensemble des engagements doivent être couverts et il doit exister un surplus de couverture permettant de couvrir la VaR à 99,5 %. *In fine*, les choix de la caisse sont moins prudents que ceux d'un assureur privé.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

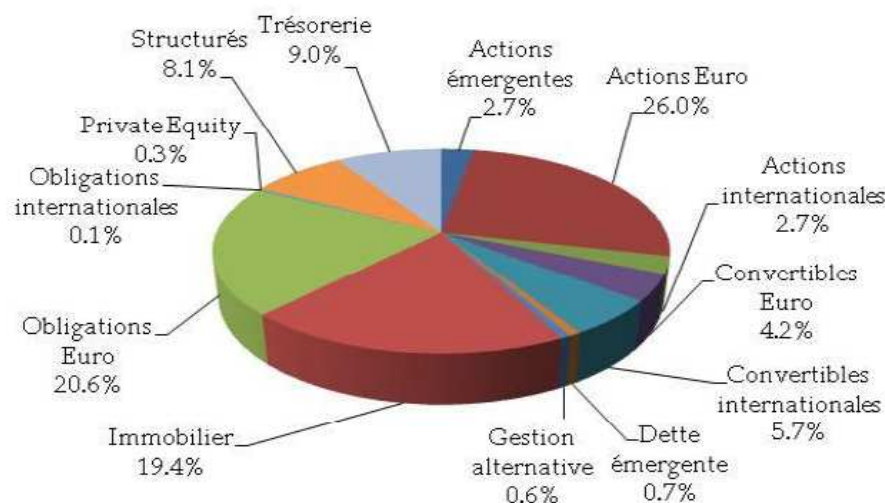
Tableau 10 : Fourchettes proposées par le cabinet de conseil

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

Source : INSTI7.

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

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



Source : INSTI7.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[188] Il apparaît toutefois que le contenu de ces chapitres, généralement trop vague, ne permet pas de définir la politique de placement de la caisse. Nonobstant le non respect des exigences du code de la sécurité sociale en la matière (cf. *infra*), la rédaction d'un document empreint d'une telle généralité ne peut se concevoir que s'il est complété par un document ayant vocation à décliner les modalités d'application des principes énoncés. Or, à la date du contrôle, un tel document n'existe pas. Si le rapport mentionné par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale⁴⁴ pourrait être considéré comme un commencement de politique de placement, ce dernier n'a jamais été produit bien que ledit article en impose une rédaction annuelle.

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

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

[191] Ce point est particulièrement préoccupant. Quelle que soit l'activité concernée, la gestion des réserves n'a de sens qu'analysée en regard des besoins de financement des régimes. De ces derniers naissent les contraintes et les questions auxquelles les placements doivent répondre. Ni les modes de gestion, ni les placements eux-mêmes ne peuvent être identiques selon qu'il est question d'organismes ayant recours à une gestion par répartition, par capitalisation ou encore d'organismes pour lesquels les « passifs » n'entraînent que peu ou pas de contraintes. Investir sur les marchés d'actions, obligataires ou sur tout autre type de marché n'a ainsi pas de sens en soi. Pour répondre à cette question, il est nécessaire de disposer de ce que les économistes appellent une fonction d'utilité afin de décider de l'investissement adéquat répondant à l'utilité exprimée. Dans la pratique, cette fonction d'utilité découle implicitement des contraintes de « passif » : évolution de la démographie, durée des engagements, besoins de rendement liés à telle ou telle problématique, nécessité d'éviter une perte des réserves ou, au contraire, l'acceptation d'une telle éventualité, spécificités de fonctionnement des régimes. Ces questions conduisent à des placements et modes de gestion propres.

[192] Cependant, le règlement financier ne précise aucun objectif précis alors même que la notion de « couverture des engagements » est le fondement des études actuarielles sur lesquelles la caisse prétend s'appuyer. **Aussi, le fondement même de ce qu'est une politique d'investissement est absent du règlement financier de la CRN.**

[193] La question de la détermination des besoins de financement des régimes est pourtant abordée par le règlement financier. Les articles 5, 6 et 7 abordent respectivement les questions des projections financières, de l'allocation stratégique qui en découle et de l'allocation tactique (article 16).

[194] Selon les articles 5 et 14, il est question de réaliser des projections démographiques et financières, pour ce qui est du régime de base, et de déterminer un échéancier, année par année, des flux financiers dans le but de piloter la politique de ressources et de charges des régimes de base et complémentaires.

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

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

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

- [196] De fait, sur ces questions, le règlement financier est évasif et ne limite pas les marges de manœuvre pour ce qui est de la définition de la politique de placement, de l'allocation stratégique et de sa mise en œuvre. Il est particulièrement important de noter que ce n'est pas une absence de réflexion qui est à l'origine de cette absence de définition au sein du règlement financier puisque, par ailleurs, lors de l'élaboration des études actuarielles visant à définir l'allocation stratégique, une vision des objectifs des réserves a été donnée bien que critiquable à plusieurs titres. **Les grands principes formulés par le règlement financier ferment peu de portes et laissent la plus grande liberté à la CRN⁴⁵ pour choisir ses objectifs et en changer sans contrainte particulière. La mission se permet d'appeler l'attention sur le fait que la définition d'objectifs, de limites en matière de risques et la formalisation d'une politique de placement ne sont pas antinomiques avec la réactivité qui est parfois nécessaire de pouvoir mettre en œuvre sur les marchés financiers. Une politique d'investissement doit prévoir les cas de dérogation et leurs modalités.**
- [197] Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées. Le règlement financier ne précise ni l'univers de placement sur lequel la caisse souhaite intervenir, ni les options de gestion retenues, ni les modalités d'organisation de la gestion financière. Le règlement financier n'exclut *a priori* aucune classe d'actifs ni type d'actifs autorisés par la réglementation. En particulier, l'article 7 traitant de l'allocation tactique permet à la caisse de « *déterminer une sur ou sous-pondération des grandes familles d'actifs par rapport aux décisions d'allocation stratégiques prises, en fonction d'anticipations de marché à court-moyen terme* » sans que l'étendue de la dérogation en montant et dans le temps, ne soit précisée.
- [198] Dans la pratique, la portée de cet article est limitée dans la mesure où la **caisse n'a pas réellement défini d'allocation stratégique contraignante**. Des entretiens avec l'agent comptable, il ressort que les études menées par les cabinets externes ont simplement vocation à éclairer la commission des placements de sorte que l'allocation proposée n'est nullement contraignante et constitue uniquement une cible. De fait, aucune allocation stratégique n'a été formellement approuvée si bien que parler de dérogations en l'absence même de contrainte n'a pas de réel sens.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- [203] L'article 9 du règlement financier aborde la question de la surveillance et de la gestion des risques financiers. Selon l'article 9, « *une surveillance des risques financiers, notamment en matière de qualité de crédit des émetteurs est exercée.* » Cet article pose et impose à la caisse la surveillance des risques financiers. Il vise plus particulièrement le risque de contrepartie qui est expressément identifié.
- [204] Si le risque de contrepartie fait l'objet d'une attention particulière – les conventions de gestion et prospectus des fonds dédiés indiquent les notations minimales dont doivent jouir les émetteurs auxquels la caisse peut faire appel – on peut s'interroger sur la confiance qui est accordée au seules notes émanant des agences de notation dont les limites ont pu être entrevues à plusieurs reprises.
- [205] Au delà de la question du risque de contrepartie – seul risque mentionné – l'exercice d'une « *surveillance des risques financiers* » nécessite au préalable une définition des risques financiers en question. Il va sans dire qu'il est difficile de surveiller, et *a fortiori* de maîtriser, des risques non définis.

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

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

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

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

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

Observation de la mission : *Vu.*

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

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

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

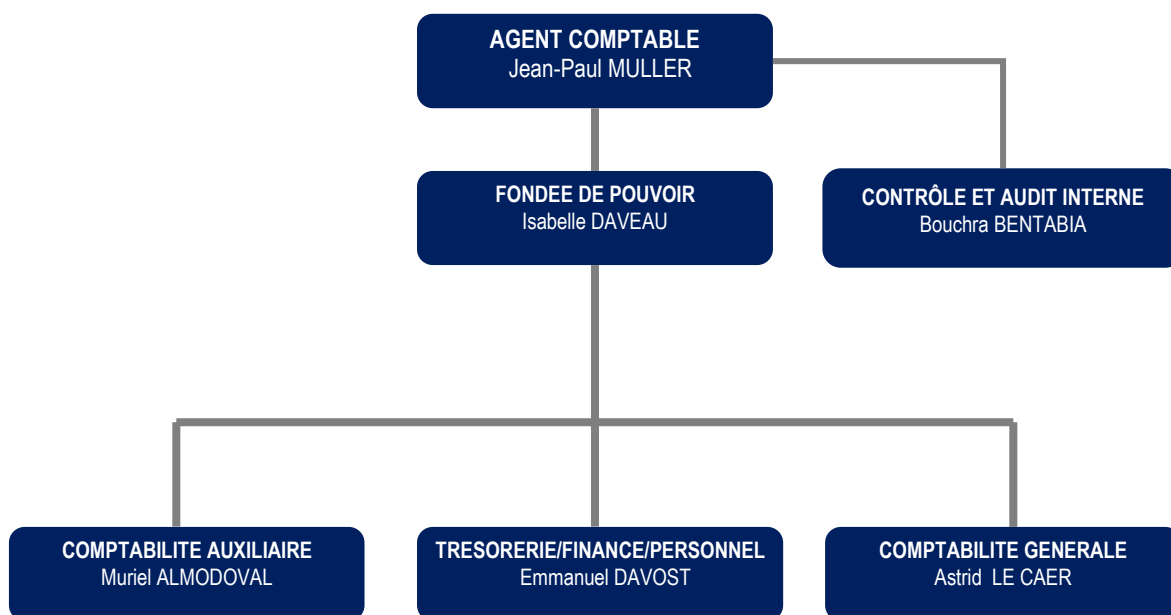
- [209] **La caisse doit être en mesure de démontrer sa maîtrise de l'ensemble de ses risques, y compris ceux liés à ses placements ce qui n'était pas vérifié à la date du contrôle.**

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

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

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

Schéma 1 : Organigramme de l'agence comptable



Source : CRN.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[219] Un poste de contrôleur interne a été créé en 2010. Dans un premier temps, le contrôle interne n'a porté que sur les directions métier. Les travaux du contrôleur interne sont complétés par l'intervention annuelle des auditeurs de la CNAVPL sur une partie de la gestion métier et du régime de base.

[220] En 2011, ont débuté des travaux visant à la description des processus liés à la gestion financière. A la date des investigations, la gestion de la trésorerie et le passage des ordres ont été traités. L'immobilier et la gouvernance restent à faire.

[221] En ce qui concerne la gestion de la trésorerie, les documents suivant ont été rédigés :

- une carte d'identité permettant d'identifier le responsable du processus, ses objectifs, les données utilisées, les outils associés et les documents produits ;
- un logigramme décrivant la succession des opérations ;
- une cartographie des risques et un plan d'actions afférent.

[222] Pour ce qui est des investissements hors trésorerie, le même genre de travaux a été mené sur le périmètre du passage des ordres. Ces travaux se concentrent sur les risques opérationnels.

[223] La mission note par ailleurs la réalisation d'une cartographie particulièrement complète de la gouvernance de l'activité de gestion financière qui intègre l'ensemble des prestataires externes.

[224] La définition des processus et d'une cartographie des risques doivent par la suite conduire à la réalisation de plans de contrôle et de bilans annuels.

[225] A terme, il est prévu que les processus, aujourd'hui décrits sous forme de logigrammes fassent l'objet de procédures écrites comme le prévoit la réglementation.

[226] A ce jour, le règlement financier de la caisse comporte une partie intitulée « *manuel de procédures* » tenant en huit articles et en cinq pages. Ce document se veut général et liste à grands traits les tâches dévolues à chaque organe. Par conséquent, la façon dont il est attendu que chaque tâche soit réalisée n'est pas précisée.

[227] Des différents entretiens conduits et documents reçus, la mission conclut qu'il n'existe pas à ce jour de procédure écrite traitant du contrôle de l'activité de placement ni de la vérification des dispositions du décret de 2002.

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

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

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

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

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

2.3.3. Les règles de déontologie sont peu contraignantes

- [229] Le règlement financier prévoit des dispositions d'ordre déontologique (articles 21 à 25), qui s'appliquent indistinctement à toutes les personnes dites sensibles, à savoir « les administrateurs et les salariés concernés par la gestion des actifs mobiliers et immobiliers de la caisse » (article 21). Sont ainsi concernés :
- l'intégralité des administrateurs ;
 - les salariés connaissant de la gestion mobilière ou immobilière de la caisse, à l'exclusion des personnes intervenant sous un autre statut.
- [230] Les règles déontologiques prohibent la perception à titre personnel de « toute rémunération relative aux placements » (article 22). L'article 23 précise les obligations déclaratives pesant sur les personnes sensibles :
- « relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la CRN collabore directement ou indirectement » ;
 - « existence éventuelle d'un mandat d'administrateur dans une entité avec laquelle la CRN collabore directement ou indirectement » ;
 - « existence du bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la CRN ».
- [231] Les déclarations sont déposées auprès de l'agent comptable et peuvent être consultées par la commission de contrôle (article 24) qui est responsable de l'application des règles de déontologie (article 25).

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

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

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

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

[235] Sur l'ensemble des 25 déclarations une seule comporte une réponse positive. Le directeur déclare en effet avoir un enfant locataire d'un appartement de la CRN⁴⁷. On est alors en mesure de déduire que les cadeaux (bouteilles de vin, chocolats,...) et les voyages ne constituent pas aux yeux de la caisse des « rémunérations » ou « avantages » au sens de la troisième question du questionnaire dans la mesure où il n'est pas fait référence à ces sujets dans les déclarations du directeur et de l'agent comptable.

Réponse de l'organisme : *L'appartement occupé par le fils du Directeur à Neuilly sur Seine, est loué dans les conditions du marché en vigueur sur ce secteur et le prix du m² loué correspond à celui pratiqué dans ce même immeuble pour les autres locataires. Cet appartement de 2 pièces qui donne sur l'avenue Charles de Gaulle, est loué à 19,33 € le m². La fourchette de location dans cet immeuble est de 17,53 € à 22,92 € le m². Cette différence de prix est, pour une part, fonction de l'exposition de l'appartement côté jardin au sud ou sur l'avenue. En outre, le loyer du locataire sortant était de 1.337,90 €, le locataire entrant (le fils du Directeur) a pris un bail au prix de 1.400 €, soit une revalorisation de 4,64 %. Enfin, le bail avant sa signature, avait été validé conformément à la procédure de déontologie, par le Responsable Immobilier ainsi que par l'Agent Comptable*

Observation de la mission : Vu.

⁴⁷ Un appartement de deux pièces, d'une superficie de 75 m², situé à Neuilly sur Seine. Fin 2011, son loyer est de 1 419,42 € (dont 200 € de charges). Pour information, à surface et nombre de pièces équivalents, la mission observe que le loyer moyen s'établit aux environs de 2 000 € et évolue dans une fourchette allant de 1500 € à 3 000 €.

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

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

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Date	Examen comptes	Point sur les placements	Mention des notions de risque ou de volatilité	Allocation stratégique d'actifs
20-avr-06	■	■		
12-juil-06		■		■
23-sept-06				
30-nov-06				■
19-avr-07	■	■		■
04-juil-07				
06-oct-07				
17-avr-08	■	■		
03-juil-08				
20-sept-08				
04-déc-08				■
12-févr-09	réunion exceptionnelle : acquisition d'un immeuble			
08-avr-09				
02-juil-09				
18-sept-09				
22-déc-09				
08-avr-10	■	■		
07-juil-10				
19-sept-10				
02-déc-10				
06-avr-11	■	■	■	
06-juil-11				
24-sept-11				
01-déc-11			■	■

Source : Exploitation IGAS des comptes rendus des conseils d'administration.

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

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

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

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

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

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

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

[253] La commission des placements est le nom donné par la CRN à la commission financière visée par le décret n°2002-1314 modifié. Elle est composée des membres du bureau (président, vice-président, secrétaire, trésorier et conseiller du président) et de membres du conseil d'administration. Participent également aux réunions de la commission, le directeur et l'agent comptable.

[254] La commission se réunit une fois par mois et a pour objectif⁴⁸ « d'optimiser le rendement financier des réserves dans une enveloppe de risques raisonnables et a pour missions principales :

- la gestion stratégique des actifs financiers pour faire face au passif (présent et futur),
- la gestion tactique des orientations et des décisions de placements conformément aux engagements de la CRN vis-à-vis de ses affiliés ».

⁴⁸ Selon le site internet de la caisse.

- [255] La mission a procédé à la revue de l'ensemble des comptes-rendus des commissions de placements tenues entre janvier 2006 et décembre 2011 (soit six ans) (cf. annexe 7). Ces comptes-rendus, relativement fournis, s'accompagnent de relevés de décisions qui ont vocation, d'une part, à prendre rapidement connaissance des décisions délibérées au cours d'une séance et, d'autre part, à assurer la traçabilité de ces dernières. Les relevés de décisions sont signés par le directeur et par l'agent comptable.
- [256] **La comparaison des différents organismes contrôlés dans le cadre de la mission de contrôle de placements des organismes gestionnaires de régimes de retraite complémentaire obligatoire amène la mission à noter positivement la présence de tels relevés de décisions et de comptes rendus permettant de retranscrire le contenu des discussions tenues en commission.** Toutefois, lorsqu'un « large débat s'installe entre les administrateurs », l'ensemble des questions soulevées au cours de ce débat gagnerait à être précisé.
- [257] Chaque séance de la commission peut être décomposée en trois phases :
- une présentation de l'environnement économique par le conseiller issu de la société AON HEWITT ;
 - une revue de la performance des fonds par ce même conseiller ;
 - des rencontres : des gérants d'OPCVM sont reçus et viennent proposer leurs produits directement à la commission, rendent compte de leur gestion ou fournissent, à la demande de la commission, des recommandations pour ce qui est des investissements directs de la caisse.
- [258] Ces trois phases peuvent être entrecoupées de discussions entre administrateurs en vue d'arbitrer des fonds ou d'accepter des offres faites par des gérants.
- [259] Les exposés du conseiller financier et les échanges entre administrateurs sont nourris en partie par une information financière préparée par le conseiller financier. Cette information apparaît comme complète et de qualité mais ne traite que peu des placements immobiliers.
- [260] Le *reporting* analysé en commission des placements est élaboré par la société AON HEWITT et comprend deux versions : une version détaillée et une version simplifiée. Historiquement, le volet détaillé était distribué au président et au vice-président mais depuis plusieurs années, **seul le volet simplifié est remis aux membres de la commission des placements (y compris le président et le vice-président).**
- [261] Par ailleurs, bien que le *reporting* visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, ces dernières visent les contraintes applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est applicable et non pas les contraintes applicables à la CRN. **Aussi, le *reporting* élaboré par le cabinet AON HEWITT ne prévoit pas de document permettant de vérifier que les placements détenus par la caisse sont admissibles au sens du décret n°2002-1314 modifié.**
- [262] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion (cf. annexe 9) fait référence au décret de 2002, voire reprennent certaines de ses dispositions dans le corps de la convention. Par conséquent, dans la mesure où le cabinet AON HEWITT doit s'assurer du respect des stipulations conventionnelles, ces mesures doivent faire l'objet d'un suivi. Toutefois, celui-ci n'est que partiel au vu des obligations du décret de 2002.

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

Observation de la mission : La caisse est imprécise lorsqu'elle évoque la vérification de la réglementation par le cabinet AON HEWITT. Si ce dernier s'attache en effet à vérifier les dispositions législatives et réglementaires applicables aux OPCVM présentes dans le code monétaire et financier, il en va différemment des dispositions du code de la sécurité sociale issues du décret n°2002-1314. La mission a développé dans le présent rapport les éléments faisant l'objet d'une vérification par le cabinet et ceux ne le faisant pas. La caisse ne répond pas à ces éléments précis et factuels et se contente d'affirmer sans prouver. Par ailleurs, la mission démontre et donne des exemples témoignant des conseils du cabinet incitant à investir sur tel ou tel support financier. Sur ces deux points, la mission ne va pas ici répéter ce qu'elle a écrit précédemment et ne peut qu'inviter la caisse à (re)lire le rapport et ses annexes. Observation maintenue.

- [263] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires⁴⁹. Pour ce faire, les placements de la caisse sont ventilés en trois grandes catégories (produits de taux, actions et FCPR). **Ce document n'est pas distribué en commissions des placements** et fait seulement l'objet d'un commentaire de la part de l'agent comptable.

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

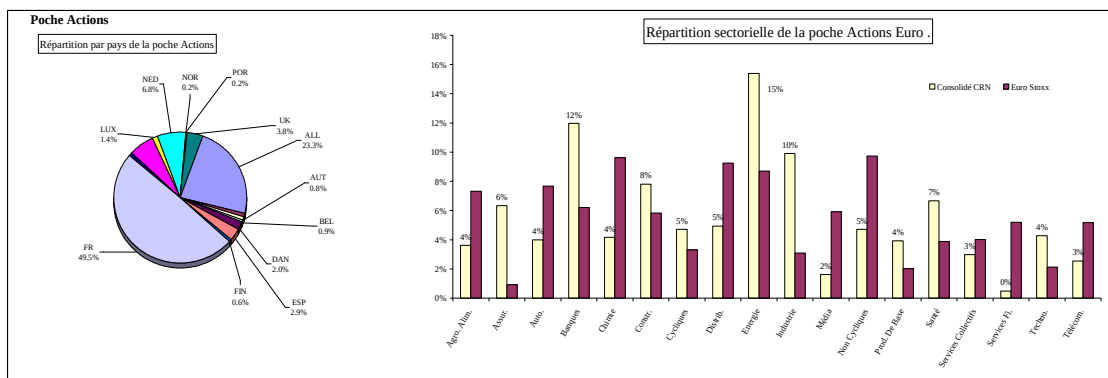
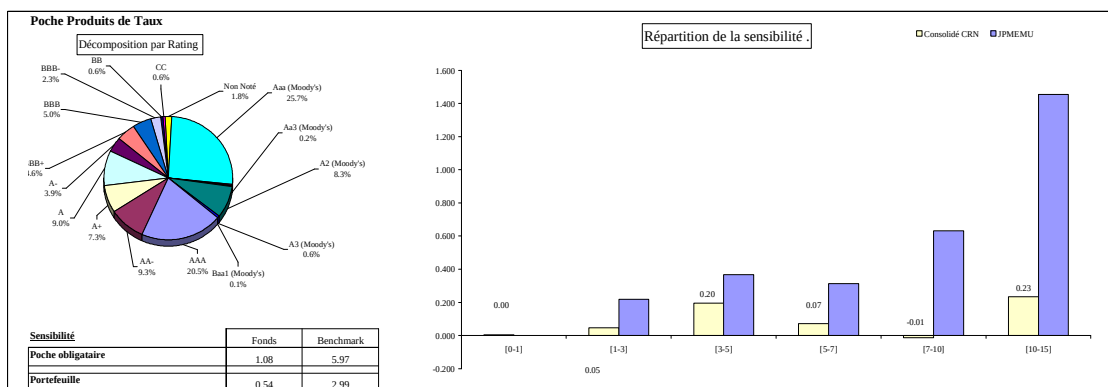
Observation de la mission : Vu.

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

⁴⁹ La part des obligations dans le portefeuille total de la caisse doit être supérieure à 34 % et l'immobilier ne doit pas dépasser 20 %.

Réponse de l'organisme : Le document auquel fait référence la mission reprend les 13 catégories de type de support prévues par le décret de 2002. Annuellement, les actifs de la CRN sont ventilés selon ces 13 catégories. Ce document a pour objet le contrôle des ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale en regroupant les treize catégories de placements en quatre catégories principales. Ces quatre catégories sont reprises dans ce document afin de s'assurer du respect des limites, en ratio, imposées par la réglementation. Le bon respect des règles de concentration est contrôlé tous les mois. Le suivi des contraintes réglementaires telles que définies par le décret 2002-1314 modifié fait l'objet de plusieurs documents de reporting, un est réalisé mensuellement et l'autre annuellement ; celui-ci présente les actifs de la CRN répartis sur les 13 catégories réglementaires. Ces documents pourront être redéfinis pour améliorer ce suivi. Ces indicateurs seront intégrés au sein du reporting dès février 2013. La répartition sectorielle de l'ensemble du portefeuille consolidé apparaît en page 8 du reporting mensuel détaillé. En effet, le portefeuille consolidé comprend les fonds dédiés décomposés en transparence ainsi que le portefeuille géré en direct (titres détenus en direct et OPCVM ouverts). L'exposition des 10 plus importantes lignes du portefeuille consolidé est communiquée en page 8 du document (voir ci-dessous)

Portefeuille : Consolidé CRN					Valorisation au : 30/12/2011			
Les 10 lignes d'actions les plus importantes du portefeuille consolidé					Exposition devises			
Titres	Quantité	Cours	Montant	% Total	Devises	Expo	Devises	Expo
BNP PARIBAS	240 524	30.35	7 300 077	0.57%	Euro	96.40%	Livre sterling	0.93%
SANOFI	115 976	56.41	6 541 438	0.51%	US Dollar	2.18%	Franc Suisse	0.06%
ALLIANZ HOLDING	78 972	74.33	5 869 163	0.46%	Yen	-0.01%	Autres Devises	0.44%
ROYAL DUTCH SHELL A	180 454	27.30	5 081 264	0.40%				
INTESA SANPAOLO SPA	3 557 481	1.30	4 617 380	0.36%				
TOTAL FINA ELF	113 000	39.50	4 463 500	0.35%				
L.V.M.H. MOET VUITTON	40 000	109.40	4 376 000	0.34%				
AXA	432 639	10.05	4 345 859	0.34%				
BANCO SANTANDER S.A.	732 520	5.86	4 295 167	0.33%				
TOTAL	105 914	39.50	4 183 603	0.33%				
TOTAL			46 889 848	3.98%				



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

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

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

Méthodologie retenue :

Les fonds convertibles (fonds dédiés et OPCVM ouverts) sont affectés aux poches taux et actions en fonction du Delta

Les OPCVM ouverts diversifiés sont affectés à 50% à la poche taux et à 50% à la poche actions

Les fonds dédiés (hors fonds convertibles) sont décomposés en transparence puis ventilés par classe d'actifs

Les produits garantis sont affectés à la poche taux

Source : CRN.

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

Réponse de l'organisme : *Les ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale concernent l'immobilier, les placements obligataires, les fonds communs de placements à risques et les prêts obtenus (non détenus par la CRN). Le document auquel il est fait référence permet de contrôler ces quatre ratios annuellement. Les limites à respecter sont également contrôlées chaque mois grâce au reporting mensuel de la répartition réglementaire. Cet article précise également les contraintes à respecter en terme de concentration. Le bon respect de ces règles est contrôlé tous les mois.*

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

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

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

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

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

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

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

[268] Si les rendements sont analysés et suivis mensuellement fonds par fonds, les points relatifs à la gestion actif-passif, à la maîtrise des risques ou au respect de la réglementation sont plus rares. En l'occurrence, certaines décisions ne sont motivées que par la performance (cf. *infra*) alors qu'une analyse faisant intervenir des considérations relatives aux besoins des régimes, aux risques encourus ou à la réglementation aurait pu conduire à des décisions différentes.

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- [273] Le 20 juillet 2006, lors d'une intervention d'un gérant d'OPCVM proposant d'utiliser des produits dérivés pour spéculer au sein de son fonds « le Président CRESPEL demande, avant de donner accord à cette proposition, d'examiner les performances d'IXIS sur ces types de support. Concernant l'achat de dérivés, **Monsieur PUCHE indique que la réglementation l'interdit. Le président indique qu'il ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe** ». Cet épisode réaffirme le rôle majeur du conseiller financier qui, aux yeux des membres de la commission, est le garant du respect de la réglementation. Sans l'intervention du conseiller, la commission aurait certainement donné son accord pour la souscription du fonds en question.
- [274] Le représentant de la société AON HEWITT est supposé conseiller la caisse dans le respect de la réglementation. Or, les comptes rendus montrent que la caisse ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe selon les mots du Président CRESPEL lors de la séance du 20 juillet 2006.
- [275] Cette volonté de ne pas faire indirectement ce qui lui est interdit directement conduit par exemple la caisse à insérer dans la quasi-totalité des conventions de gestions des fonds dédiés une mention citant le décret n°2002-1314 visant à faire respecter les dispositions de ce décret aux investissements logés dans les OPCVM. Pourtant, le dernier représentant de la société AON HEWITT incite la caisse à réaliser des investissements non autorisés de manière directe par le décret de 2002.

26 avril 2007 : Le consultant vente les mérites des **produits structurés** avec une sensibilité proche de 0 en expliquant qu'ils peuvent être classés en obligations⁵⁰.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

11 janvier 2011 : « *Monsieur DU PENHOAT indique que sur le mois de décembre, il fallait*

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

*être placé sur les pays **émergents** et sur les **matières premières**. Les autres domaines ont été très pénalisés ».*

15 juin 2011 : L'investissement dans GLOBAL GOLD PRECIUS (mines d'or) affiche une performance - 8,9% ce qui « *devient préoccupant* ».

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Observation de la mission : *Vu.*

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

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

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

[296] Fin 2012, ce patrimoine est constitué d'une trentaine d'immeubles situés pour la plupart en Ile de France. La surface totale du patrimoine avoisine les 66.000 m² dont 55 % sont des bureaux, 41 % de l'habitation et le reste des commerces. Deux immeubles sont situés à Strasbourg et font partie des actifs du régime spécial des notaires des cours d'appel de Colmar et de Metz.

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

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

Observation de la mission : *Vu*

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

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

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

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

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

[300] La liste des bureaux vacants présentée à la commission est fournie à plusieurs dates et donne, immeuble par immeuble, la surface des bureaux non occupés, le niveau de l'ancien loyer, le montant du nouveau loyer, les prix au m2 correspondants ainsi que des observations. Pour ce qui est des appartements, la liste présentée est similaire à ceci près que le nombre de pièces est indiqué.

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

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

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

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

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

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

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

Observation de la mission : Vu

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

- [306] Dans le cadre de son activité, la CRN est amenée à passer des commandes auprès de prestataires extérieurs.
- [307] L'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale impose que « *les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, [fassent] l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État* » dans des conditions fixées par l'arrêté du 16 juin 2008 modifié du portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale, qui renvoie pour l'essentiel aux « *dispositions législatives et réglementaires relatives aux conditions de passation et d'exécution des marchés publics et des accords-cadres de l'État et de ses établissements publics* ».
- [308] La principale fonction de la commission des marchés est d'analyser les différentes propositions publiées à la suite d'un appel d'offre et de faire le choix d'un prestataire. La commission est composée au minimum de trois membres du conseil d'administration.
- [309] Dans le domaine financier, la question de la passation de marchés publics se pose pour ce qui est des prestations de conseil et de la gestion d'actifs.
- [310] Sur le premier point, la caisse a indiqué ne pas passer de marché public pour ce qui est des prestations de conseil financier (cabinet AON HEWITT), celles liées aux études de passif (cabinet WINTER & ASSOCIES) et aux études d'actif (cabinet INSTI⁵¹).
- [311] Sur le second point, la caisse n'a pas non plus recours à la passation de marchés publics.
- [312] La mission n'a audité ni la régularité des marchés passés ni l'ensemble des prestations qui ont fait l'objet d'une procédure de marché public. Cependant, la mission a demandé l'ensemble des contrats passés avec les prestataires cités *supra*. **La CRN n'a pas été en mesure de produire de contrat pour ce qui est de la prestation réalisée par le cabinet WINTER & ASSOCIES.**
- [313] Lors de la séance de la commission des placements du 10 juin 2009, on apprend qu'ING était le courtier de la CRN depuis plus de 20 ans. Suite au retrait d'ING, la caisse a dû procéder aux démarches afin de remplacer ce prestataire. Le compte-rendu de la séance est éclairant sur les pratiques de la CRN en la matière : « *après un rapide tour de table* », BNP est choisi. On y apprend également que le coût de la gestion est deux fois inférieur à celui pratiqué par ING, ce qui confirme que la mise en concurrence des prestataires pourrait être la source d'économies de gestion.
- [314] La caisse a aussi indiqué ne pas passer de marché public pour les acquisitions de fonds notamment afin de sélectionner les organismes chargés de gérer les OPCVM dédiés de la caisse. Même si la caisse n'a pas motivé juridiquement son analyse on peut penser qu'elle s'appuie sur l'exception organisée au 5° de l'article 3 du code des marchés publics (qui transpose la directive n°2004/18 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2004 relative à la coordination des procédures de passation des marchés publics de travaux, de fournitures et de services) visant les « *accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers et à des opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs* ».

⁵¹ Dirigé par un ancien conseiller financier de la caisse, M. PUCHE, opérant à l'époque pour le compte de la société HEWITT. Dans l'intervalle, M. PUCHE interviendra lors de la séance de la commission des placements du 18 janvier 2007 alors qu'il n'est plus conseiller de la caisse afin d'introduire la société GOFX² souhaitant proposer un produit à la caisse. La CRN y investira 4 M€.

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

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

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

Observation de la mission : Vu

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

- [319] La gestion financière des réserves de la CRN est marquée par un recours important aux OPCVM. Ceux-ci peuvent être soit dédiés à la CRN, soit ouverts à tout investisseur. Etant donné sa surface financière, la caisse est en mesure de négocier les conditions d'une gestion sur mesure avec les sociétés spécialisées en la matière. De fait, la CRN a largement recours aux OPCVM dédiés.
- [320] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM (71 fonds à fin 2011 dont 16 sont dédiés), la mission s'est attachée à l'examen des documents (prospectus, règlement, convention de gestion, inventaires) décrivant les objectifs, les modes de gestion, les contraintes et le contenu des OPCVM dédiés. Fin 2011, les OPCVM dédiés représentent 58 % de la valeur nette comptable des actifs financiers hors immobilier et 53 % du total des placements y compris l'immobilier. Aussi, la mission a retenu dans son échantillon l'ensemble des fonds dédiés.

Tableau 12 : Inventaire des OPCVM⁵² dédiés sondés par la mission (M€)

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

Source : CRN, Etat détaillé des placements.

[321] S'il peut être délicat, voire impossible, pour un investisseur d'avoir une influence sur le prospectus d'un fonds ouvert, il en va tout autrement des fonds dédiés pour lesquels la caisse dispose des marges nécessaires pour imposer ses contraintes. Ce point explique la nature de l'échantillon retenu qui permet de mieux apprécier l'action discrétionnaire de la caisse dans un domaine où elle a les mains libres.

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

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

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

Tableau 13 : FCP pour lesquels la convention présente une irrégularité

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

Source : IGAS.

[323] Les conventions de gestions reprennent souvent des articles « type » voulus par la CRN. Sont ainsi présentes dans la plupart des conventions des stipulations quant aux frais de gestion, aux conditions de dénonciation, au *reporting* ainsi qu'aux modalités de contrôles possibles par la CRN. Les conventions font aussi, le plus souvent, référence au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 et prescrivent que les investissements doivent être réalisés en conformité avec ce texte. **La mission note cette bonne pratique qui reste encore trop rare.**

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

[325] Il est ainsi possible de lire dans la plupart des conventions (cf. annexe 9) que l'objectif de la gestion est « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* » ce qui pourrait difficilement être plus vague.

[326] Le manque de précision et de définition des objectifs, que ce soit en matière de rendement ou d'enveloppe de risque, laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM. Les éléments suivants extraits des conventions ou prospectus sont particulièrement éclairants :

- FCP CASAM BALZAC : Ce FCP peut investir l'intégralité de son actif en « *OPCVM français ou étrangers ou fonds d'investissement* » sans qu'il ne soit fait référence à la notion de coordination.
 - L'objectif de gestion du fonds est « *d'adopter une politique d'investissement visant la valorisation des sommes investies à long terme, à travers des stratégies variées à moyen et long terme sur les marchés de taux, d'actions, de change et des fonds de gestion alternative* » **ce qui pourrait difficilement être moins précis.**
 - Le prospectus ajoute d'ailleurs que « *du fait de la variété des stratégies envisagées et de leurs échéances (ou horizons d'investissement), il n'existe pas d'indicateur de référence pertinent pour le fonds* ».
 - La suite du prospectus se passe de commentaire : « **le fonds met en œuvre à tout moment différentes stratégies d'investissement sur toutes classes d'actifs.** Ces moteurs de performance sont mis en place de manière **discrétionnaire** en fonction des opportunités de marchés. Le fonds sera **généralement** composé d'une somme de plusieurs stratégies, chaque ayant une échéance **donnée**, qui l'exposent à **différents** marchés : actions, taux, change, gestion alternative. Toutefois, **le fonds se réserve la possibilité d'être exposé à 100 % sur une seule stratégie** ».
 - « *La société de gestion du fonds s'applique à évaluer le niveau relatif de ces différents marchés et leurs perspectives d'évolution à un terme donné afin de déterminer le type de stratégie qui est le plus à même de lui procurer une **performance** attractive à l'échéance considérée* ».

- o Sur la question de l'univers d'investissement, mis à part l'interdiction des produits dérivés tout est permis. A noter que les titres incluant des produits dérivés sont par contre autorisés. Dans ce dernier cas, le recours aux dérivés intégrés peut s'effectuer dans un but de couverture, d'exposition ou d'arbitrage. Le prospectus vise particulièrement les **dérivés de crédit**⁵³.
- o L'engagement peut être de 110 % de l'actif : « *cet engagement sur les instruments financiers à terme sera mesuré par la perte potentielle des instruments financiers à terme utilisés par le fonds, dans un scénario de marché pénalisant* ». Autrement dit, si un tel scénario se réalise, la perte peut être de 110 % en cas d'exposition maximale.
- o Le fonds s'accorde également le droit d'investir sur les marchés des matières premières
- FCP FDRN AMUNDI : Le fonds investit à la fois en actions et obligations. L'exposition aux marchés actions doit être comprise entre 20 % et 80 %. Il en est de même pour ce qui est de l'exposition aux produits de taux. Leur maturité peut s'étendre de 0 à 8 ans.
- FCP FDRN ODDO EMERGENTS : Le gérant du fonds doit respecter les contraintes d'allocation globale définies ci-après :
 - o **0 à 80 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits actions de pays émergents de toutes tailles de capitalisation, sans contrainte **particulière sur la répartition sectorielle ou géographique** ;
 - o **0 à 100 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits de taux et **convertibles** de pays émergents, de signature **d'Etat ou privé**. Ces OPCVM sont susceptibles d'être investis en titres « **High Yield** » (notation inférieure à BBB-) ou **non coté** dans des proportions variables et, le cas échéant, **jusqu'à 100 % de leur actif**. La fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieure de laquelle cette poche d'actifs est gérée est comprise entre 0 et 10.
 - o 0 à 30 % de l'actif du fonds : parts et/ou actions d'OPCVM classés « *Monétaires Euro* ».
- FCP FDRN EDRAM FLEXIBLE : L'exposition au risque actions détenus par le biais d'OPCVM et/ou par le biais de l'utilisation de contrats financiers peut représenter entre **0 et 70 %** de l'actif net. Le FCP peut également investir entre **0 et 100 %** de son actif net en produits de taux dont la sensibilité est comprise entre **0 et 10**. L'exposition du fonds résultant de l'utilisation de contrats financiers ne doit pas excéder **200 %** de l'actif net.

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

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

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

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

⁵³ Comme les *credit default swap* (CDS) par exemple.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : Reporting AON HEWITT.

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

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

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

Source : Reporting AON HEWITT.

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

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

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

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

Source : Exploitation IGAS EDP⁵⁴.

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

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

Source : Exploitation IGAS EDP.

⁵⁴ Etat détaillé des placements.

- [343] Outre la nature des actifs selon les catégories du décret la mission a demandé que soient mentionnées dans les EDP les catégories AMF⁵⁵ ce qui donne une vision plus précise du contenu du portefeuille.

⁵⁵ Autorité des Marchés Financiers.

Tableau 18 : Evolution du portefeuille selon la nature et les catégories AMF (M€)

Nature		Classification AMF	2006	2007	2008	2 009	2010	2011
1	Obligations souveraines		39,9	34,1	24,8	19,4	19,5	14,2
4	BMTN	obligations et titre de créance euros		93,0	106,7	107,8	131,5	102,7
5	OPCVM obligataires							34,3
5		obligations et titre de créance euros	326,1	248,8	191,7	211,9	167,9	46,6
5		Diversifiés				45,4	47,1	139,9
5		obligations et titres de créance internationaux						36,4
6	FCPR	actions françaises				0,3	2,5	5,0
7	Actions		64,9	67,3	22,8	41,5	44,9	41,8
8	OPCVM non obligataires	Non fournie	41,2	41,4	24,5	37,2	45,6	54,3
8		actions communauté européenne	22,3	20,9	32,5	17,1	61,6	74,2
8		actions françaises				8,2	8,3	7,5
8		actions internationales	28,2	31,9	28,0	46,2	63,8	48,8
8		actions zone euro	205,0	222,3	131,6	195,2	204,5	155,7
8		Diversifiés	413,3	432,0	336,7	401,6	499,6	532,5
8		fonds alternatifs	19,5	60,4	69,8	80,6	82,0	5,0
8		monétaire euros	56,5	47,2	117,8	68,8	13,6	36,0
8		obligations et titre de créance euros		15,4	13,6	45,1	54,8	33,1
		Total	1 216,8	1 314,6	1 100,4	1 326,3	1 447,3	1 367,8

Source : Exploitation IGAS EDP.

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

Tableau 19 : Portefeuille par catégorie réglementaire et catégorie AMF (%)

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

Source : Exploitation IGAS EDP.

- [345] Cette présentation par catégorie AMF permet de mieux comprendre l'évolution des placements au sein des catégories réglementaires.
- [346] Les obligations détenues en direct sont des obligations souveraines, elles représentent une faible part du portefeuille et ont sensiblement diminué passant de 40 à 14 M€.
- [347] Les fonds obligataires ont évolué avec un transfert des fonds d'obligations et titres de créance en euros vers des fonds diversifiés et l'apparition en 2011 de fonds d'obligations et de titres de créances internationaux.
- [348] A partir des EDP, il est possible de stratifier le portefeuille selon la valeur du titre ou du fonds détenu. Cette analyse montre une diminution de la concentration du portefeuille particulièrement marquée en 2008 mais qui se maintient sur la période par rapport à la situation initiale.
- [349] **On note toutefois qu'un fonds dépasse 100 M€ jusqu'en 2010 et représente à lui seul 10 % de la valeur de réalisation.**

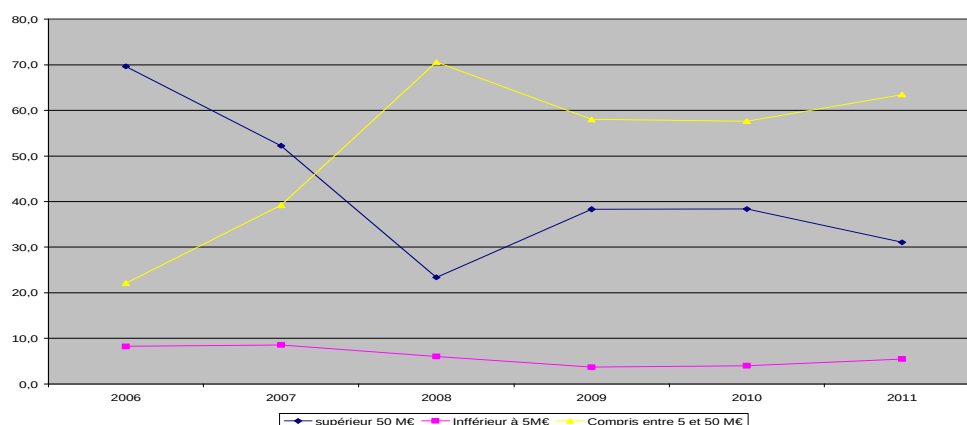
Tableau 20 : Répartition du portefeuille selon le montant⁵⁶ du titre ou du fonds (%)

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

Source : Exploitation IGAS EDP.

- [350] La part des fonds (ou titres) inférieurs à 5 M€ diminue depuis un niveau inférieur à 10 %. La part de ceux de plus de 50 M€ est passée de 70 % à 30 % de la valeur de réalisation, tandis que celle des fonds compris entre 5 et 50 M€ passe de 20 à plus de 60 %.

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



Source : Exploitation IGAS EDP

⁵⁶ Valeur de réalisation.

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

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

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

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

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

Source : Exploitation IGAS des EDP.

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

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

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

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

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

- [354] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 ne prévoit pas explicitement l'application du principe de transparence aux OPCVM qui peuvent être détenus en application des 5° (OPCVM obligataires), 6° (FCPR) et 8° (autres OPCVM coordonnés⁵⁷) de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Aussi, s'il est explicitement interdit par le décret de détenir directement certains instruments, la question de leur détention indirecte à travers des OPCVM (et en particulier des FCP) peut être posée.
- [355] On pourrait arguer que les actifs détenus par un OPCVM ne sont pas détenus par la caisse. Or les dispositions des articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité sociale s'appliquent à la caisse, mais pas aux OPCVM. Par conséquent, les OPCVM détenus par la caisse pourraient :
- détenir des instruments financiers ne figurant pas sur la liste de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et dont la détention directe est interdite à la caisse ;
 - détenir des instruments financiers autorisés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais dans des proportions excédant les limites imposées par l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale.

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

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

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

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

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

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

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

- CRN LFP OBLIG : Le fonds peut intervenir sur des « instrument financiers à terme, négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de **gré à gré**. Dans ce cadre le gérant peut prendre les positions suivantes via des futures, options et ou des swaps, sans recherche de surexposition :
 - couverture aux risques des marchés actions ;
 - couverture ou **exposition** aux risques des marchés de taux ».

L'attention des investisseurs est par ailleurs appelée sur la stratégie de gestion de cet OPCVM « *qui peut être investi en titres spéculatifs, dont la notation est inexistante ou basse et qui sont négociés sur des marchés dont les modalités de fonctionnement, en termes de transparence et de liquidité, peuvent s'écarter sensiblement des standards admis sur les places boursières réglementées européennes.* »

- FCP HOCH COVERTIBLE : Le degré d'exposition au risque de change « sera laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités ».
- FCP CRN MANDARINE-ACTIONS : Les produits dérivés sont autorisés dans la limite de 100 % de l'actif afin d'assurer la couverture mais dans également dans le but de « **s'exposer** à des secteurs d'activité, des actions, des **devises** ou des indices de marché ». Les dérivés peuvent être négociés sur des marchés réglementés ou organisés, français ou étranger, ou **de gré à gré**.

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

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

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

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

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

[366] L'exposition non encadrée au risque de change est une pratique dangereuse non conforme à l'esprit de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. En vertu de cet article, le portefeuille total de la caisse doit être obligatoirement composé d'au moins 90 % d'actifs libellés ou réalisables en euros. Aussi l'exposition au risque de change ne saurait dépasser 10 % de la valorisation totale du portefeuille de la caisse. L'origine technique d'une telle règle est simple : la caisse est engagée à verser des rentes en euros, les actifs permettant de payer ces rentes et de couvrir le régime doivent donc être eux aussi en euros afin de limiter le risque induit par les conversions de devises sous l'effet des variations des taux de change.

[367] **A ce jour, le respect de cette contrainte de congruence n'est ni acquis ni pleinement vérifiable en l'absence d'encadrement de l'exposition correspondante.** Si les OPCVM souscrits par la caisse sont le plus souvent libellés en euros ou en dollars américains, les stratégies des gérants sont à même d'induire une exposition directe au risque de change. En est un exemple, le cas des fonds qui investissent en actions ou obligations d'entreprises situées dans des pays dits émergents. La devise dans laquelle est libellé le fonds est alors particulièrement trompeuse. Même dans le cas d'un fonds libellé en dollars – présentant donc, *a priori*, un risque de change – l'appréciation de ce risque est biaisée dans la mesure où le fonds n'est pas exposé au dollar mais aux devises des pays émergents dans lesquelles les investissements sont faits. A titre d'exemple, on peut se reporter à la convention de gestion du fonds FDRN ODDO EMERGENTS (FR0010868372)

[368] Cet OPCVM géré par ODDO ASSET MANAGEMENT présente la particularité de pouvoir investir la totalité des actifs sous gestion dans d'autres fonds ce qui en fait un « fonds de fonds ». Le gérant investit ainsi dans 18 fonds dont les avoirs sont placés dans des pays dits émergents.

[369] Une analyse rapide du *reporting* présent dans le dossier appelle plusieurs constats. Le *reporting* permet de suivre les frais maximum que peut percevoir chaque fonds sous-jacent. Fin 2011, les investissements peuvent être décomposés de la façon suivante (en valeur de réalisation) :

- 13 % de monétaire ;
- 38 % d'obligations émergents ;
- 49 % d'actions émergentes.

[370] La couverture de change est possible (cf. *infra*) mais n'est pas réalisée et les performances sont inférieures à la référence.

[371] Sur la question des pays autorisés, la convention liste les pays dans lesquels les indices de références sont investis. En matière d'investissements de type actions, les pays autorisés sont : **Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Corée, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie.**

[372] En matière de produits de taux, la liste comporte quelques différences (soulignées ci-après) : Argentine, Belize, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, République Dominicaine, Equateur, Egypte, El Salvador, Gabon, Géorgie, Ghana, Hongrie, Indonésie, Irak, Jamaïque, Kazakhstan, Liban, Malaisie, Mexique, Pakistan, Panama, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Serbie, Afrique du Sud, Sri Lanka, Tunisie, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela, Vietnam. Cette liste pose quelques questions. Est-il vraiment dans la vocation d'une caisse de retraite française d'investir aujourd'hui en Irak ? On notera que ni la Syrie ni l'Afghanistan ne sont prévus.

[373] **Cependant, la convention précise que les OPCVM peuvent investir dans les actions des pays non inclus dans ces listes, pourtant larges, notamment les pays dits frontaliers tels les pays du Golfe. Dans ce cadre la Syrie et l'Afghanistan seraient, éligibles car frontaliers.**

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

[375] En matière de règles d'investissement, à toutes fins utiles la mission se permet de rappeler que la convention de ce fond précise que « *les investissements sont réalisés en conformité avec le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles* ». Elle n'est évidemment pas respectée.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Long-Short Equity⁵⁸ : Stratégie consistant à prendre aussi bien des positions acheteuses que vendeuses sur des actions. Généralement, la stratégie se traduit par l'achat d'un titre et la vente d'un (ou d'une certaine quotité d'un) autre. Le pari est gagnant si le titre acheté s'apprécie par rapport au titre vendu et perdant dans le cas contraire. L'objectif est de réduire l'exposition à des mouvements d'ensemble du marché tout en prenant une position directionnelle en fonction des anticipations sur tel ou tel titre. Une telle stratégie permet un effet de levier fort dans la mesure où l'achat d'1 M€ d'actions d'une société A peut être financé par la vente d'1 M€ d'action d'une société B.

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

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

Managed futures : Prise de position avec effet de levier essentiellement sur les marchés de futures⁵⁹.

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

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

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

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

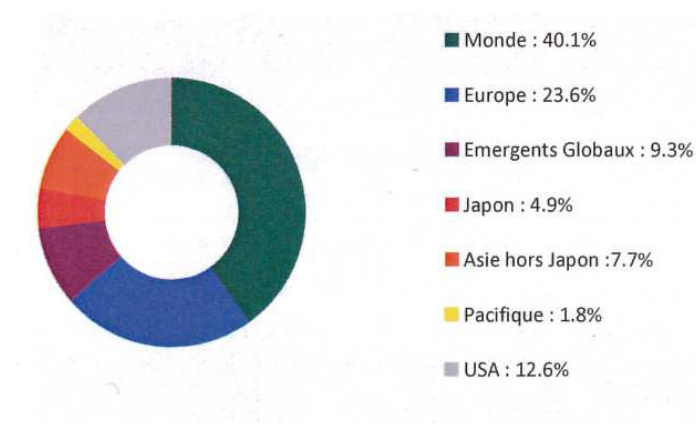
⁵⁸ « Etre *long* » est un anglicisme exprimant le fait de détenir une position acheteuse. Inversement, « être *short* » signifie avoir vendu à découvert. Le terme *equity* désigne les actions.

⁵⁹ Traduire par contrat à terme en français. Ce sont des produits dérivés.

- [391] **Un des problèmes majeurs de ces fonds est leur manque de transparence.** Ce point leur est souvent reproché mais constitue un point essentiel de leur stratégie d'investissement. En effet, ces derniers arguent que s'ils dévoilaient leurs stratégies, tous les investisseurs pourraient profiter de l'expertise et des outils « complexes » développés par les fonds pour repérer les incohérences de marché, réduisant les gains des fonds et les menaçant de disparaître. Aussi, en cas de mauvaise fortune, il n'est pas rare que l'investisseur ayant des parts dans de tels fonds soit le premier surpris par les mauvais résultats.
- [392] En matière de fonds dédiés, le FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU illustre l'utilisation de telles stratégies. Le fonds a été liquidé en 2011. Fin 2010, il gérait 52 M€.
- [393] La stratégie d'investissement mise en œuvre était la « *multi-gestion* » et consistait à « *diversifier les risques et à diminuer la volatilité afin d'optimiser le couple rendement/risque* ».
- [394] Le fonds investissait « **prioritairement** » ses actifs :
- Dans des OPCVM ou fonds d'investissement de **fonds alternatifs** **quelles que soient leurs stratégies** d'investissement ainsi que celles de leurs OPCVM et fonds d'investissement sous-jacents ;
 - Dans des OPCVM monétaires.
- [395] Il avait particulièrement vocation à investir dans des OPCVM de droit français ou étranger ou des fonds d'investissement de droit étranger gérés en direct ou par délégation par HDF Finance SA.
- [396] Il pouvait également investir dans des OPCVM monétaires non gérés par HDF Finance SA, dont les actifs sous-jacents n'étaient ni des parts de fonds communs de créances ni des titres de dette CDO, MBS, ABS, ABCP.
- [397] Le prospectus précisait : « *les fonds d'investissement de droit étranger pourront ne respecter que quelques uns des critères⁶⁰ mentionnés à l'article 411-34 du Règlement Général de l'AMF* ».
- [398] **Aucun ratio et aucune limite portant sur les actifs admissibles n'était spécifié. Il en va de même pour ce qui était des ratios d'emprise.**
- [399] Le prospectus complet donnait des exemples de stratégies :
- **Long/short taux et devises** : « *stratégie consistant à rendre des positions directionnelles sur les devises, les obligations d'Etat et autres produits de taux et leurs dérivés* » ;
 - **Long/short actions** ;
 - **Event driven** : « *stratégie portant sur des titres émis par des entreprises en situation particulière comme par exemple une fusion, une acquisition, une OPA ou OPE, une restructuration,...* » ;
- [400] **Le prospectus confirmait la présence du risque de change, la société se réservant la possibilité de procéder à des couvertures.**
- [401] **La mission note que la convention de gestion omettait la référence au décret n°2002-1314. L'allocation géographique présentée dans le *reporting* ne respectait pas l'exigence de localisation au sein de l'OCDE.**
- [402] **La mission observe également qu'en 2008 le fonds procédait à des arbitrages sur des produits *subprime* résultant de la titrisation de créance, *mortgage backed securities* (MBS) et *asset backed securities* (ABS). Enfin, la perte de 14 % en 2008 témoigne que le gestionnaire était loin de pouvoir mettre en œuvre la décorrélation qu'il promettait.**

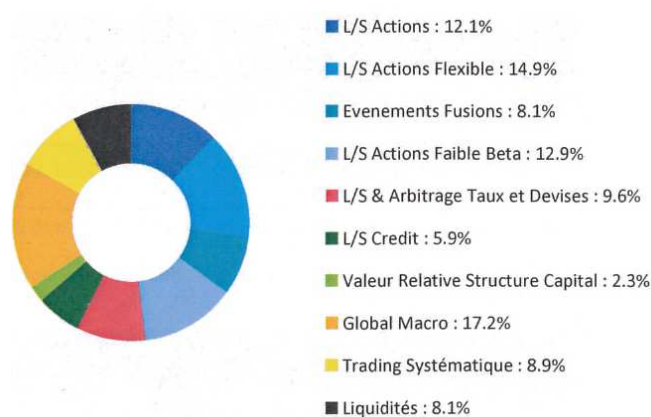
⁶⁰ Critères 1, 2, 3, et 8 à 13.

Schéma 2 : Allocation par zone d'investissement



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

Schéma 3 : Allocation par stratégie



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

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

[404] A noter qu'en tête du *reporting* transmis à la mission est portée cette mention (figurant au prospectus): « l'objectif de gestion consiste à **rechercher la performance la plus élevée possible** sur un horizon de placement recommandé de 3 ans glissant en saisissant des opportunités, majoritairement sur les marchés de taux et actions ». Aucune référence n'est faite à une quelconque limite de risque.

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

Tableau 22 : Performances du FCP FDRN LFP

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

Source : Reporting du fonds.

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

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

[406] Les niveaux de performance sont en effet impressionnants tout comme leur volatilité. Malheureusement, les fortes performances négatives ne sont pas en mesure d'être compensées par les fortes performances positives. Ceci conjugué à la propriété de non symétrie des rendements⁶¹ entraîne une baisse de plus de 8 % sur la période. **A toute fin utile, rappelons que M. BERCHEM, consultant d'HEWITT, n'ayant participé qu'à trois séances de la commission des placements avant d'être remplacé à la demande de la caisse, avait mis celle-ci en garde contre ce placement.**

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

[407] Un produit structuré est un titre de dette dont le revenu comporte des caractéristiques optionnelles, dans le sens où celui-ci dépend, selon une formule plus ou moins sophistiquée, de la valeur d'un sous-jacent⁶² à différentes maturités.

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

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

⁶¹ Compenser une perte de 19 % telle que celle enregistrée en 2008 nécessite une hausse supérieure à cette valeur. En l'occurrence, une hausse de 23 % aurait été nécessaire.

⁶² Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

[409] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN⁶³, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN⁶⁴. Ce dernier programme d'émission de titres de créances offre une grande flexibilité à l'émetteur, qui peut accéder au marché pour des montants de son choix, en émettant des titres dont les caractéristiques peuvent fortement varier.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Encadré. BMTN MILLENIUM BNP MASTER

Ce produit prend la forme d'un titre de créance et peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon pendant sa durée de vie (10 ans) et dont le remboursement à l'échéance est conditionné par l'évolution des marchés financiers et dépend d'une formule définie au contrat.

La formule permettant d'explicitier le montant exact du remboursement final tient en plusieurs lignes et son explication engendrerait des développements d'un niveau de technicité tel que la mission a fait le choix de ne pas la reproduire ici. En elle-même cette difficulté rend sceptique sur la capacité de la caisse à comprendre le produit ainsi acquis.

Cette formule dépend des marchés financiers par le biais d'un indice. Cet indice, BNP PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR, est publié quotidiennement sur Bloomberg. Il résulte de la pondération (variable au cours du temps) de positions prises sur les indices suivants via des contrats à termes (*futures*) :

Tableau 23 : Sous jacents de l'indice PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR

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

Source : Contrat.

L'appendice 1 du contrat définit la stratégie suivie par l'indice MILLENIUM. La stratégie consiste à déterminer l'allocation optimale en tenant compte de la performance de chaque classe d'actif, de sa volatilité et de sa corrélation. Cette allocation est revue tous les mois. Par une technique d'optimisation d'allocation sous contraintes, tenant compte de la performance passée, de la volatilité et de la corrélation, l'indice MILLENIUM suit une allocation « optimale » par actif. Le poids dans chaque classe d'actifs peut être positif comme négatif « pour tirer partie des tendances haussières comme baissières ». Par exemple, la stratégie adoptée pourrait consister à vendre (à découvert) l'indice lié aux matières premières ou encore à parier sur la baisse des actions européennes.

L'allocation doit conduire à un portefeuille dont la volatilité historique sur un an glissant est inférieure à 10 %. A l'exception de l'EONIA⁶⁵, le poids dans chaque actif doit être compris entre 25 % et -25 % pour éviter une trop forte concentration sur un actif. Font exception les indices HSCEI et EPRA ZONE EURO dont le poids dans l'indice ne peut varier de plus de 10 % d'un

⁶⁵ L'EONIA (*Euro OverNight Index Average*) est le taux de référence quotidien des dépôts interbancaires « en blanc » (c'est-à-dire sans être gagés par des titres) effectués au jour-le-jour dans la zone euro.

mois sur l'autre.

L'allocation obtenue doit être globalement acheteuse : la somme des pondérations, hors EONIA, doit ainsi être comprise entre 0 % et 100 %, certains poids pouvant cependant être négatifs.

Le DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED, indice sous-jacent de l'indice MILLENIUM, est un indice de matières premières créée par BNP PARIBAS en collaboration avec DIAPASON COMMODITIES MANAGMENT SA. Il représente un univers de 45 matières premières offrant une exposition sur plusieurs zones géographique (Europe, Etats-Unis, Asie) et introduit des contrats sur le charbon et l'électricité. La gestion de l'indice est automatique et sans intervention humaine en se fondant sur l'algorithme mentionné ci-dessus.

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

Tableau 24 : Composition de l'indice DCI AGRICULTURE BNP
PARIBAS ENHANCED

NOM	POIDS	SECTEUR
NYMEX WTI	12.8%	ENERGIE
NYMEX Natural Gas	11.0%	ENERGIE
ICE Brent	7.7%	ENERGIE
LME Copper	6.7%	METAUX
LME Aluminium	6.1%	METAUX
COMEX Gold	6.0%	METAUX
NYMEX No. 2 Heating Oil	3.9%	ENERGIE
ICE Gas Oil	3.6%	ENERGIE
CME Random Lumber	2.6%	AGRICULTURE
TOCOM Gasoline	2.3%	ENERGIE
CBOT Soybeans	2.3%	AGRICULTURE
CBOT Corn	2.3%	AGRICULTURE
NYMEX RBOB (gasoline blendstock)	2.1%	ENERGIE
NYBOT Sugar #	11 2.1%	AGRICULTURE
CBOT Wheat	1.8%	AGRICULTURE
CME live Cattle	1.8%	AGRICULTURE
LME Zinc	1.7%	METAUX
TOCOM Kerosene	2.6%	ENERGIE
COMEX Silver	1.6%	METAUX
NYBOT Coffee C	1.3%	AGRICULTURE
KCBT Wheat	1.2%	AGRICULTURE
NYBOT cotton #2	1.2%	AGRICULTURE
NYMEX Coal	1.2%	ENERGIE
LME Nickel	1.1%	METAUX
CBOT Soybean Meal	1.1%	AGRICULTURE
NYMEX ClearPort PJM Electricity Futures	1.0%	ENERGIE
CME Lean Hogs	0.9%	AGRICULTURE
TOCOM Rubber	0.8%	AGRICULTURE
TGE Corn	0.7%	AGRICULTURE
CBOT Soybean oil	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT White Sugar	0.7%	AGRICULTURE
CME feeder Cattle	0.7%	AGRICULTURE
TOCOM Platinum	0.9%	METAUX
EURONEXT Cocoa	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT Robusta Coffee 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
CBOT Rough Rice 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
TGE NGM Soybeans	0.6%	AGRICULTURE
LME Aluminium Alloy	0.5%	METAUX
NYBOT Cocoa	0.5%	AGRICULTURE
LME Lead	0.5%	METAUX
CBOT Ethanol	0.4%	ENERGIE
NYBOT Orange Juice Frozen Concentrate	0.4%	AGRICULTURE
CME Pork Bellies Frozen	0.3%	AGRICULTURE
LME Tin	0.2%	METAUX
NYMEX Palladium	0.2%	METAUX

Source : Contrat du BMTN

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

Le dossier remis à la mission contient le contrat relatif à ce produit structuré, son *reporting* mensuel daté de juin 2009, des courriels ainsi que la lettre d'information concernant le fonds « sous-jacent » TURQUOISE II.

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

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

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

Plus simplement et concrètement, ce produit peut être compris comme une obligation ne versant **pas de coupon avant sa maturité (donc pendant 8 années)** mais remboursant à maturité le capital investi ainsi qu'un coupon qui est fonction des performances du fonds TURQUOISE II. En l'espèce, si au bout de 8 années, la performance⁶⁶ du fonds TURQUOISE est positive, le souscripteur du BMTN recevra un coupon égal à deux fois cette performance (rapporté au capital investi). **En revanche, si la performance est négative, le souscripteur ne reçoit aucun coupon.**

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

A noter que la formule permettant de calculer les **frais de gestion est indexée sur la volatilité du fonds TURQUOISE II.** Ces derniers s'établissent ainsi à 18 % de la volatilité annuelle réalisée avec un maximum de 0,375 %.

Selon le contrat du BMTN, la publication de la valeur du titre n'est que mensuelle. Or pour être admissible à la détention par une caisse soumise au décret n°2002-1314 modifié, un BMTN doit satisfaire les cinq conditions cumulatives énoncées à l'article R. 623-5 du code de la

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

La maturité est à présent fixée au 10 décembre 2018 (9 ans) et le sous-jacent n'est plus le *hedge fund* TURQUOISE II mais l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE.

Le produit a été émis au pair et avec une garantie à en capital de 118,98 % afin de reprendre le niveau de garantie du précédent BMTN. En effet, sous l'effet des moins-values latentes (environs -15 %) du BMTN TURQUOISE II, la somme qui résultait de la vente du produit et investie dans un nouveau BMTN était inférieure à la somme initiale. Garantir en capital (à 100 %) ce nouvel investissement reviendrait alors à constater les pertes. Aussi, afin de compenser ces dernières, la nouvelle garantie en capital est de 118,98 %.

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

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

⁶⁶ Calculée selon une formule précisée au contrat.

plusieurs discussions quant à de possibles restructurations.

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

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

A compter de mai 2011, le produit n'est plus émis sous la forme d'un BMTN mais d'un EMTN et **son capital n'est plus garanti**. Il est émis le 15 février 2011 sous le pair (95,58 %) et le sous-jacent devient l'indice LYXOR EPSILON SG DEDICATED FUND. La maturité est fixée au 14 février 2019 (8 ans).

A maturité, si l'alpha est positif, **l'investisseur reçoit 100 % de la valeur initialement investie majorée de l'alpha affecté d'un levier de 21. Sinon l'investisseur reçoit 100 % diminué de la chute l'alpha avec un levier de 7.** L'alpha correspond à la différence entre la performance annualisée du fonds LYXOR EPSILON SG DEDICATED et le taux de référence retenu : 2,86 %.

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

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

Tableau 25 : Relevé d'opérations sur les titres structurés

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

Source : CRN.

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

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

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

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

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

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

OPCVM non éligibles (fin décembre 2011)

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

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

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

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

Code ISIN	Désignation du titre	Nom de l'émetteur	Valeur nette	Non admissible
FR0007451257	HOICHE OBLIGATIONS	BNP PARIBAS	91,7	
FR0007059969	FDRN AMUNDI	AMUNDI	73,0	
FR0007059753	FDRN ODDO	ODDO AM	66,3	
FR0010455949	CAZAM BALZAC	AMUNDI AM	65,5	■
FR0010605832	CRN MANDARINE ACTIONS FCP	MANADRINE GESTION	65,0	■
FR0007060199	CRN ACROPOLE OC	ACROPOLE AM	62,1	■
FR0010736603	CRN LFP OBLIG	LA FRANCAISE AM	46,6	■
FR0010060004	CRN AMUNDI ACTIONS	AMUNDI	42,7	■
FR0010868372	FDRN EMERGENTS ODDO	ODDO AM	41,4	■
FR0007003504	HOICHE CONVERTIBLES	BNP PARIBAS	40,4	
FR0117593196	BMTN MILLENIUM BNP MASTER	BNP PARIBAS	37,0	■
FR0011006451	EMTN EPSILON SOGE	SOCIETE GENERALE	32,5	■
FR0011147461	CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE	SCHLACHER	30,4	
FR0007059951	FDRN AIM	AXA IM	29,5	
FR0010929752	FDRN-EDRAM FLEXIBLE	E. DE ROTHSCHILD AM	28,2	■
FR0010517839	FDRN LFP	LA FRANCAISE AM	27,5	■
FR0010146407	CRN CCR ACTION	UBS	Liquidé	
FR0010806901	LYXOR ALPHA ACCELERATOR	LYXOR AM	Liquidé	■
FR0010525857	FDRN HDF	HDF	Liquidé	■
TOTAL			780	450

Source : IGAS.

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

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

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

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

Observation de la mission : Vu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[446] Ces considérations supposent une double préoccupation conduisant à une gestion qui doit être fortement marquée par le principe de prudence. La caisse n'est pas un fonds d'investissement ayant un horizon de gestion de 3 ou 5 ans et pouvant se permettre des fluctuations importantes de la valeur de ses investissements. Rappelons qu'en 2008, les résultats techniques de la caisse sont d'environ 40 M€, et les pertes financières de 260 M€. La sécurité des investissements qu'est en droit d'attendre l'affilié à une caisse de retraite versant des cotisations pour partie obligatoires mérite d'être prise en compte. On ne peut certes pas reprocher à la caisse le fait de constater des pertes en période de crise. Toutefois, il est possible de s'interroger sur la part importante des investissements en actions compte tenu du risque de perte de valeur inhérent à cette classe d'actifs.

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

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

[449] Le cumul d'un niveau de risque important et de la faible prise en compte au quotidien des contraintes découlant des régimes amène à la volatilité des performances des réserves constatée dans le présent rapport.

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

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

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

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

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

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Principales recommandations de la mission

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

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

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

Lettre de mission



- 2 MAR. 2012

Le Chef de l'IGAS

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

à

**Yann-Gaël AMGHAR
Inspecteur**

**Paulo GEMELGO
Inspecteur**

**Pascal PENAUD (coordonnateur)
Inspecteur général**

**Vincent RUOL
Inspecteur**

OBJET : Contrôle des placements des régimes de retraite complémentaires professionnels

Code mission M2012-019

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

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

Pierre BOISSIER

Copie : Président du collège "Protection sociale".

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

Liste des personnes rencontrées

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

Source : Mission.

Liste des annexes

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



Inspection générale
des affaires sociales

CONTROLE DES PLACEMENTS DE LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES

RAPPORT DEFINITIF ANNEXES

Établi par

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

RM2012-110P

Sommaire

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

Annexe 1 : Méthode de travail

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : IGAS exploitation dossier CRN.

2.1. Les comptes rendus de mission d'intérim

2.1.1. Mise en place du contrôle interne

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

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

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

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

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

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

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

Annexe 3 : Revue analytique des rapports d'activité

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

Tableau 2 : Rapports d'activité : documents fournis

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

Source : IGAS.

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

1. MESSAGE DU PRESIDENT

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

2. LA PRESENTATION DES COMPTES

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

2.1. Résultat annuel et décomposition

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

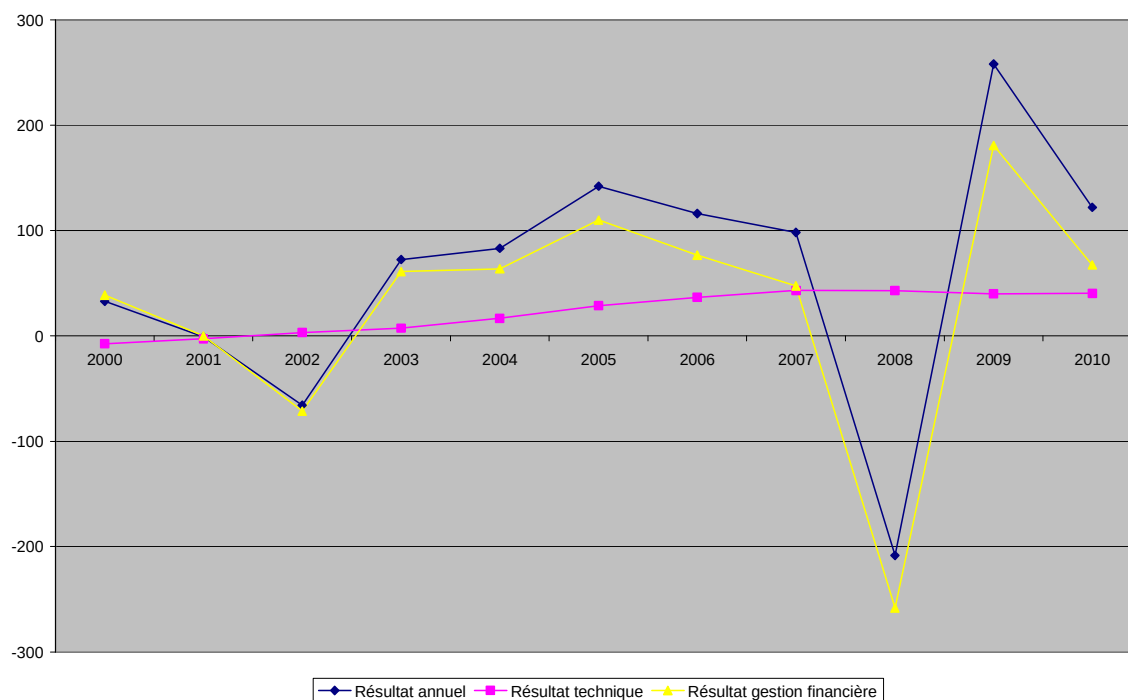
Tableau 3 : Résultat annuel et décomposition globale (M€)

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

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

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

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



Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

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

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

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

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

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

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

2.2. Gestion financière

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

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

Tableau 5 : Comparaison des informations disponibles

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : Exploitation IGAS Rapports d'activité.

- [46] En second lieu, la référence à un type de gestion de « conviction » aurait mérité un minimum d'explications.
- [47] **Au total, on constate une information moins détaillée limitée à des comparaisons d'une année sur l'autre sans perspective de moyen long terme. Tous les indicateurs et commentaires portent sur le rendement, la performance, le mot risque n'est jamais écrit. Aucun indicateur du niveau de risque du portefeuille n'est fourni.**

2.2.3. Un portefeuille analysé dans ses grandes lignes

- [48] Le portefeuille est dans la première période décomposé entre actions et fonds actions/obligations et fonds obligataires/fonds diversifiés en prix de revient puis en valeur de marché sans que ces deux données ne soient jamais comparées.
- [49] Des données de composition du portefeuille sont fournies qui permettent une première analyse et sont pertinentes. Les comparaisons sont toutefois uniquement annuelles. Cette décomposition ne fait aucune référence ni aux obligations réglementaires ni à l'allocation stratégique d'actifs de la caisse, ce qui serait pourtant utile.

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

- [50] Les trois premiers rapports comportent les principales charges et produits et des données de gestion comme la répartition des loyers selon les sections et la nature des locaux, les taux de vacances, les taux de rotation,...
- [51] Toutes ces données, d'autant plus utiles qu'elles seraient mises dans une perspective de longue période disparaissent à partir de 2009 et sont transférées pour une large part dans la partie rapport du directeur.

3. LE RAPPORT DU DIRECTEUR

3.1. *Le contenu du rapport*

- [52] S'agissant de la gestion financière il donne une décomposition plus fine du portefeuille et des données de rendement qui pour une large part doublonne celles figurant dans la partie précédente mais aussi des informations complémentaires.
- [53] L'articulation entre les deux parties du rapport n'est pas parfaite. En 2006 le directeur indique que le rendement de la trésorerie est de 2,64 % (contre EONIA de 2,84 %) alors que la partie relative aux comptes donne respectivement les chiffres de 2,70 % et 2,91 % (la précision décimale des chiffres exclut une erreur d'arrondi). De même, en 2008, 4,42 % et 3,95 % contre 4,31 % et 3,94 % dans la partie comptes.
- [54] On retrouve, en 2010 et en 2011, dans le rapport du directeur des éléments plus complets sur la gestion immobilière qui compensent partiellement la perte d'information dans la partie comptes.

3.2. *Les explications du résultat financier*

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

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

Annexe 4 : Revue analytique des comptes

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

1. CONTENU DES ETATS FINANCIERS ET DE LEURS ANNEXES

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

2. BILAN CONSOLIDE

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

Tableau 7 : Bilan consolidé grandes masses (M€)

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

Source : Exploitation IGAS états financiers.

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

3. RESULTAT GLOBAL ET PAR GESTION

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

Tableau 8 : Résultat décomposition par gestion (M€)

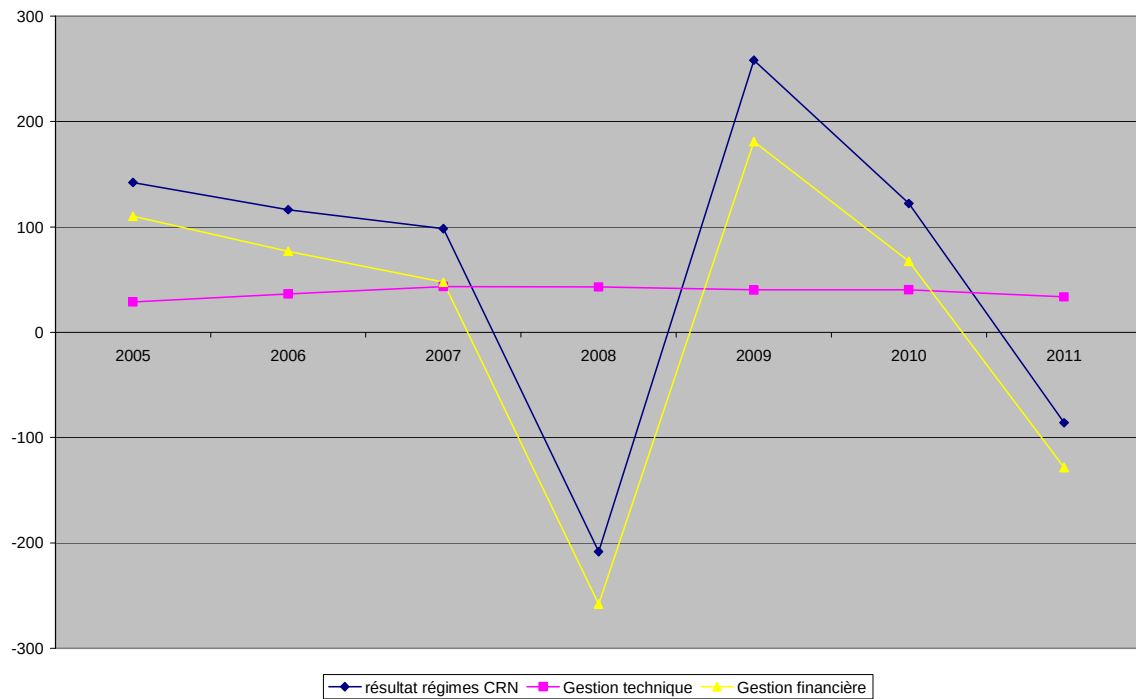
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Régimes de la CRN	142,1	116,2	98,3	-208,3	258,2	122,1	-86
Gestion technique	28,7	36,5	43,2	42,9	40,1	40,3	33,5
Gestion financière	110	76,8	47,5	-258,2	180,8	67,3	-128,3
Gestion immobilière	5,8	5,4	10	9,4	37,7	14,9	9,1
Action sociale					-0,4	-0,3	-0,3
Gestion administrative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

Source : Exploitation IGAS tableau de comparaison des résultats.

² Comptes 2009.

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

Graphique 2 : Les résultats par gestion



Source : *Exploitation des états financiers.*

4. LE RESULTAT FINANCIER

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

4.1. Décomposition du résultat financier

Tableau 9 : Décomposition du résultat financier (K€)

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

Source : Exploitation des états financiers.

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

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

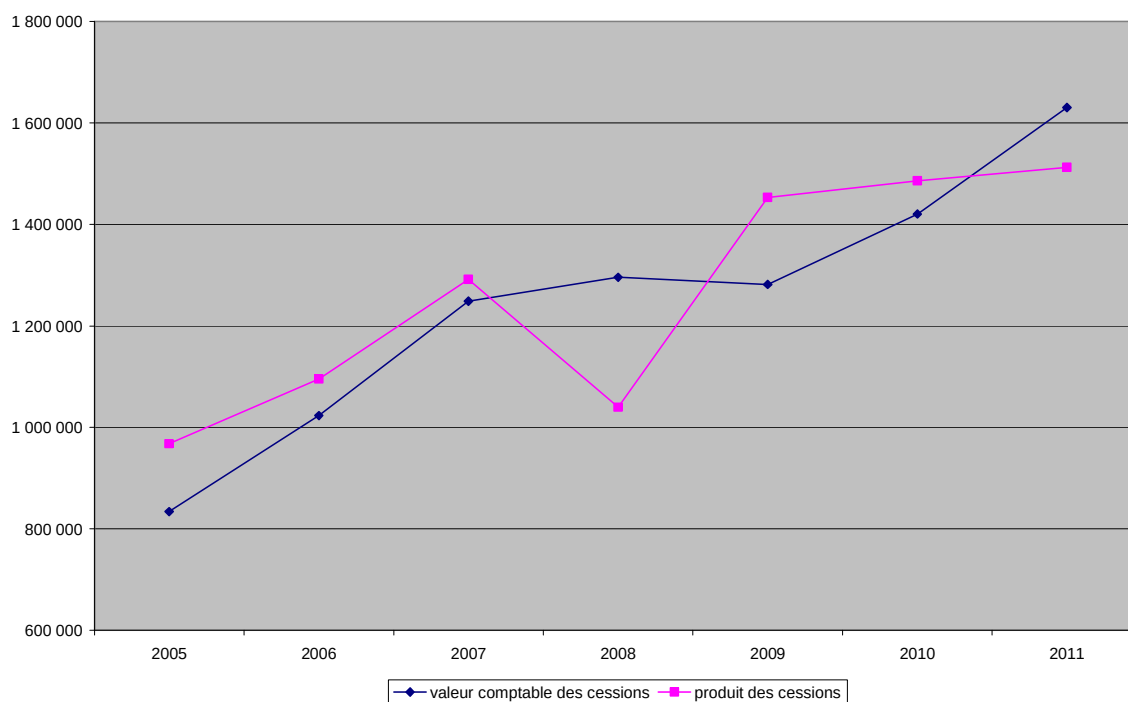
Source : Exploitation des états financiers.

Graphique 3 : Présentation regroupée du résultat financier



Source : Exploitation des états financiers.

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



Source : Exploitation des états financiers.

4.2. Décomposition du résultat des opérations en capital

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

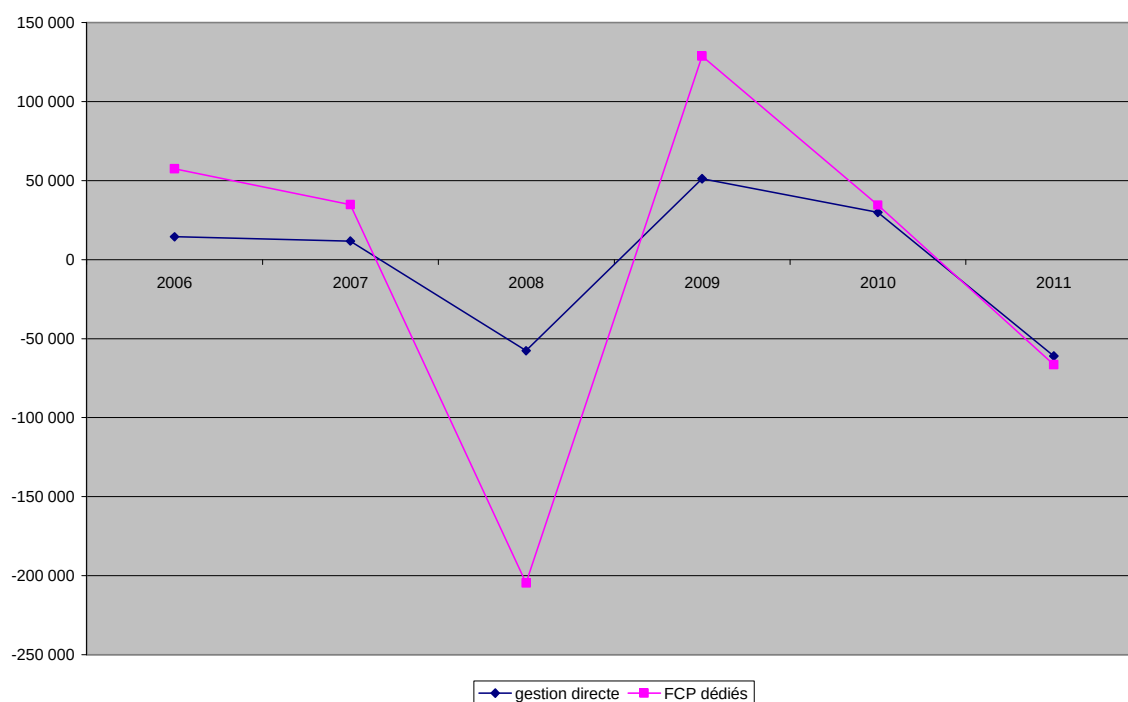
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gestion directe	Actions	117	5 912	716	4 234	447	-4 128
	OPCVM actions	15 426	4 966	-59 773	45 638	27 023	-59 924
	Obligations	-1 129	818	1 502	1 268	930	600
	Total	14 414	11 696	-57 630	51 141	29 848	-61 124
FCP dédiés	FCP actions	23 739	16 235	-98 449	41 835	8 877	-23 718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

Source : Exploitation des états financiers.

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

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

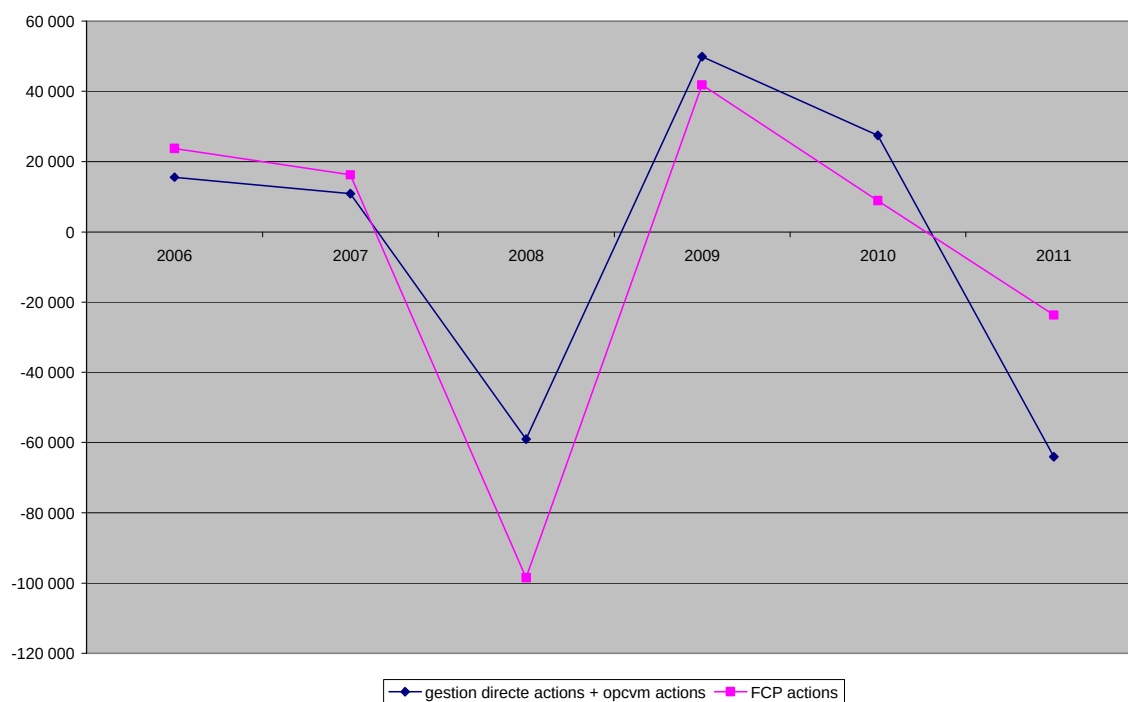
Graphique 5 : Contribution gestion directe gestion déléguée



Source : Exploitation des états financiers

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

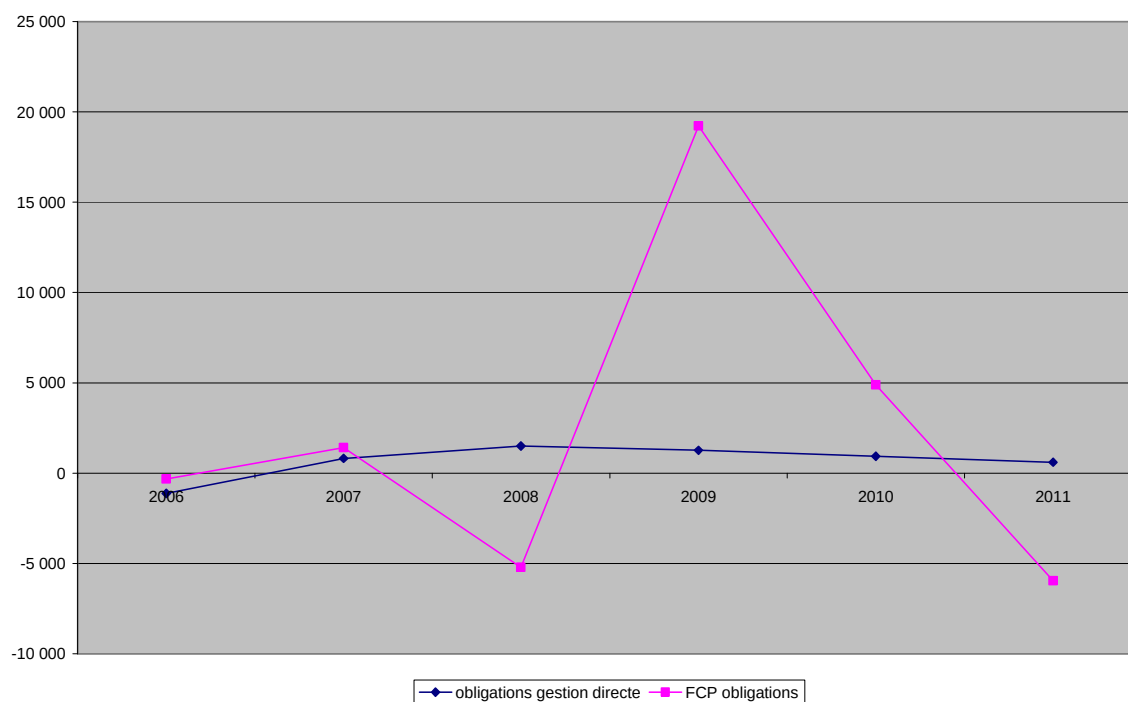
Graphique 6 : Résultats opérations en capital gestion directe et déléguée actions



Source : *Exploitation des états financiers*

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

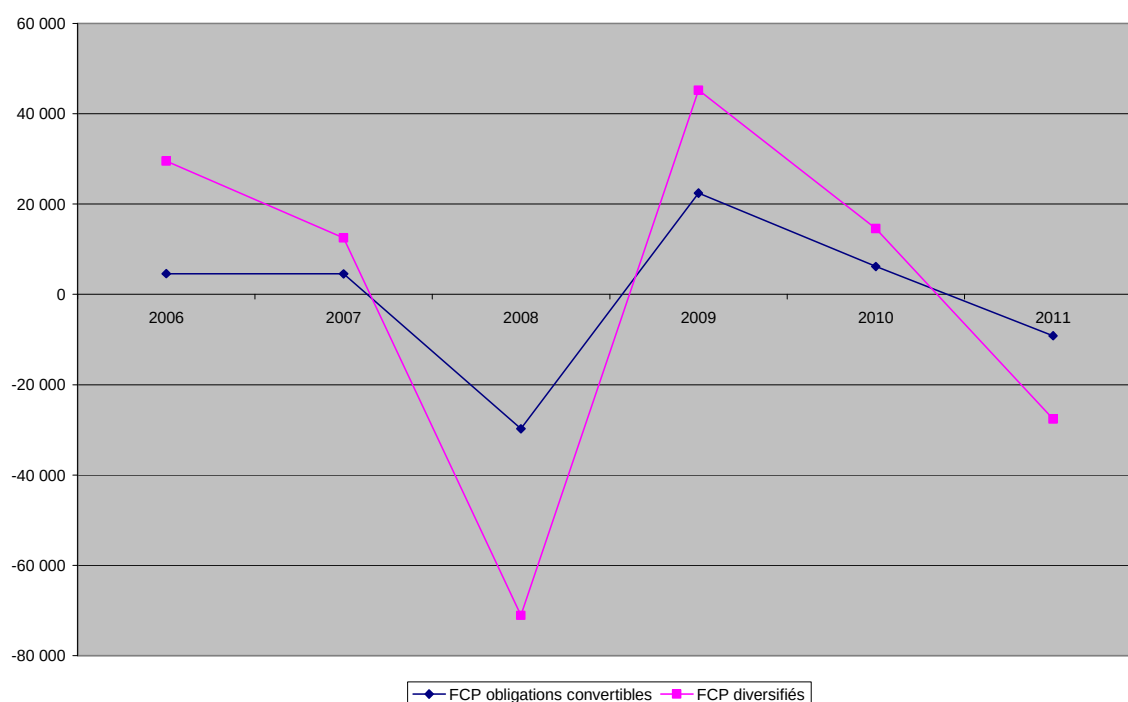
Graphique 7 : Contribution gestion directe et déléguée obligations



Source : *Exploitation des états financiers.*

- [77] La politique de la CRN en matière de placements obligataires consiste à porter ces derniers jusqu'à leur échéance pour ce qui est de la fraction gérée en direct. Sauf défaut de l'émetteur, le résultat financier d'une telle stratégie est toujours positif et régulier. Il correspond à l'encaissement des coupons successivement détachés les obligations.
- [78] *A contrario*, les obligations et, plus généralement les titres de taux, détenus par le biais d'OPCVM obéissent à des stratégies convenues avec le gérant du fonds ou bien sont gérés de manière discrétionnaire par ce dernier. Dans la mesure où les gérants ont vocation à « surperformer » des indices de référence (« battre le marché »), ces derniers prennent des positions dites directionnelles en réalisant des achats/ventes afin d'anticiper au mieux les déformations de la courbe des taux. *In fine*, ce type de gestion est plus volatile et peut conduire à des gains et des pertes importants.

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

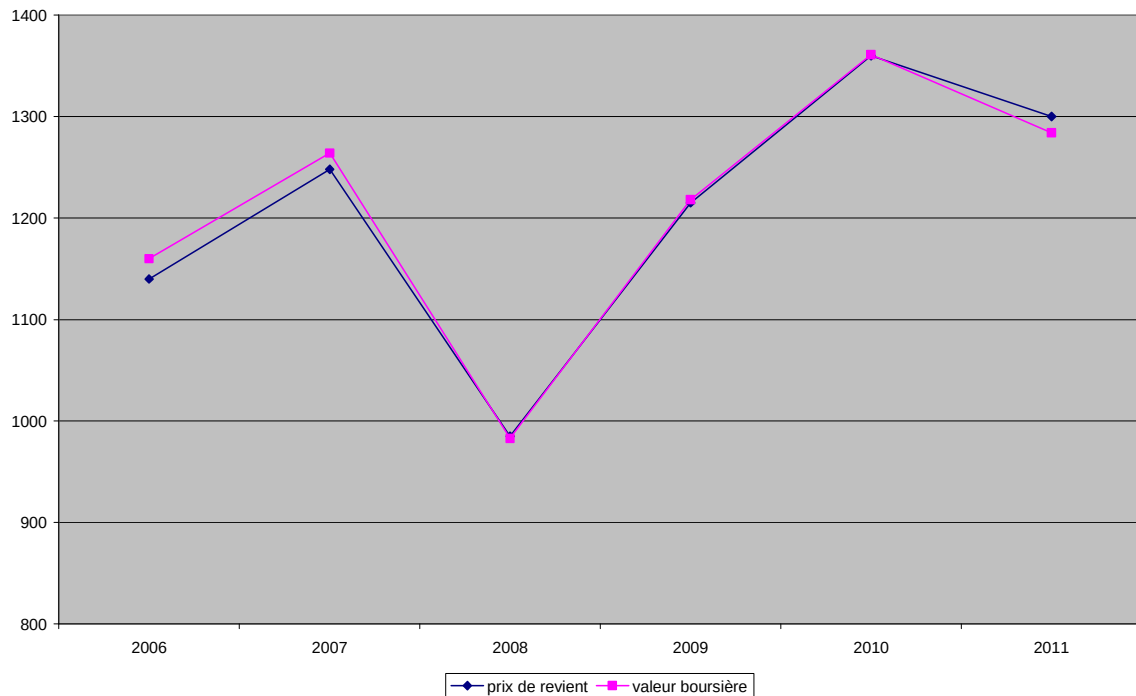


Source : Exploitation des états financiers.

5. DECOMPOSITION ET VALORISATION DU PORTEFEUILLE

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

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



Source : CRN.

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

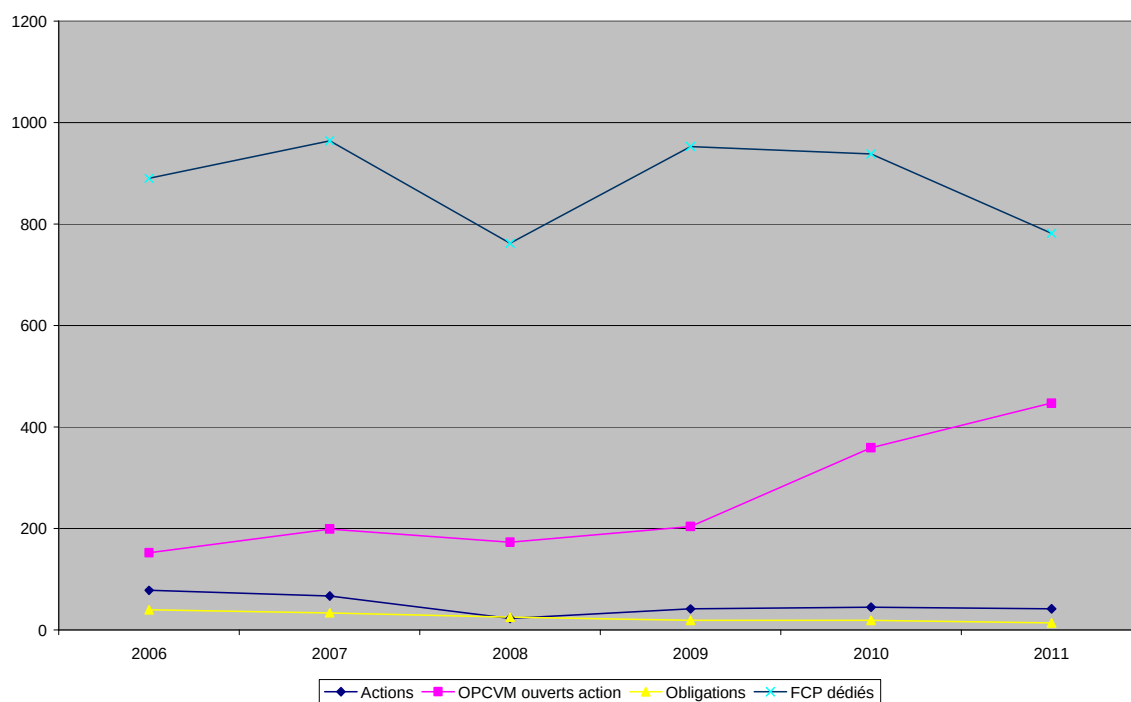
- la diminution, à partir d'un faible niveau, des actions et des obligations détenues en direct ;
- une diminution du poids des FCP dédiés et une forte augmentation de celui des OPCVM ouverts.

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

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

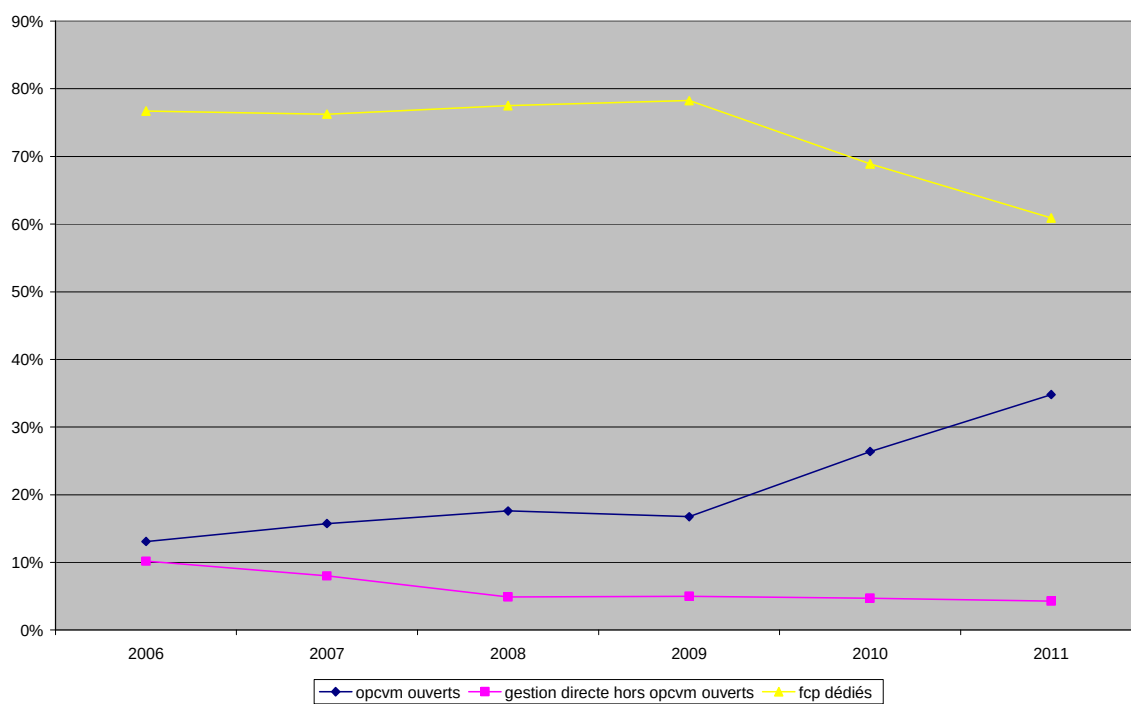
Source : CRN.

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



Source : CRN.

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



Source : CRN.

Annexe 5 : Etudes actuarielles

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

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

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

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

Observation de la mission : *Dont acte.*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : WINTER & Associés.

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

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

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

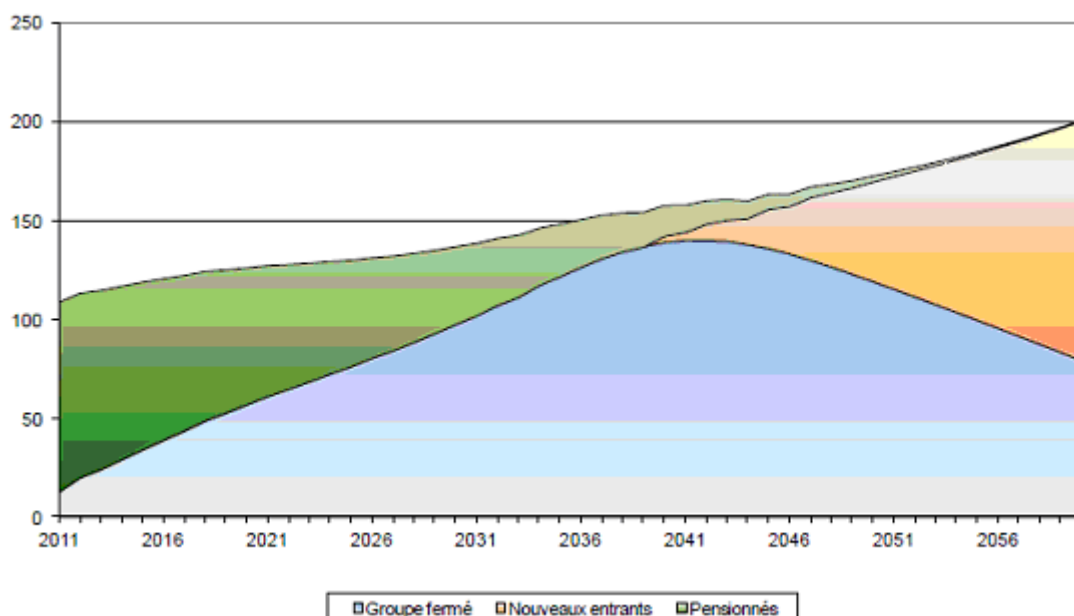
[92] Sur la base des hypothèses retenues, le cabinet WINTER & Associés analyse l'évolution du régime dans l'optique des seuls engagements pris à l'égard des affiliés actuels, c'est-à-dire dans le cadre d'une évaluation de sa solvabilité en groupe fermé. Dans cette optique ont donc été analysés les engagements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

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

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

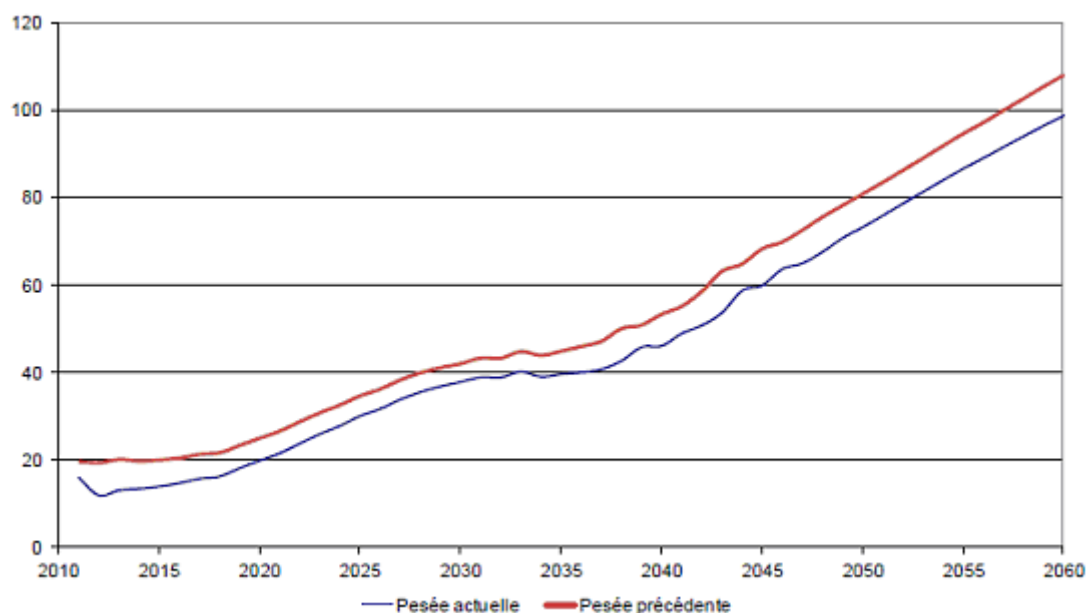
- [94] La gestion de la section C étant assurée selon la technique de la répartition, une étude en groupe fermé ne présente qu'un intérêt théorique en tentant d'apprécier, par référence à la capitalisation, le niveau de couverture des prestations actuelles (ou à naître) relatives à la population considérée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

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



Source : WINTER & Associés.

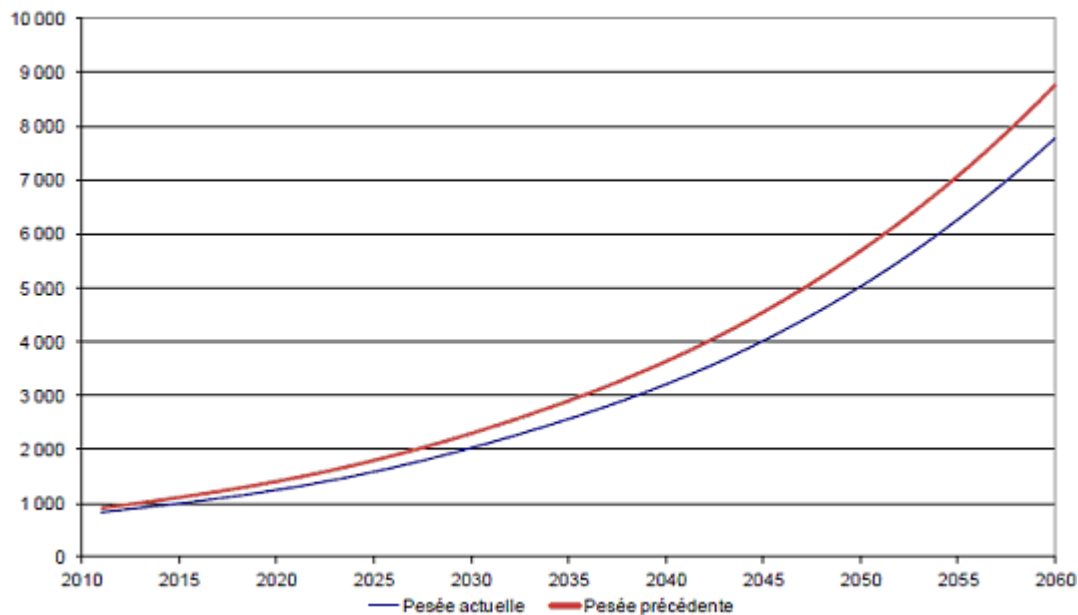
Tableau 14 : Ecart entre les ressources et les prestations en groupe ouvert (M€)



Source : WINTER & Associés.

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

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



Source : WINTER & Associés.

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

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

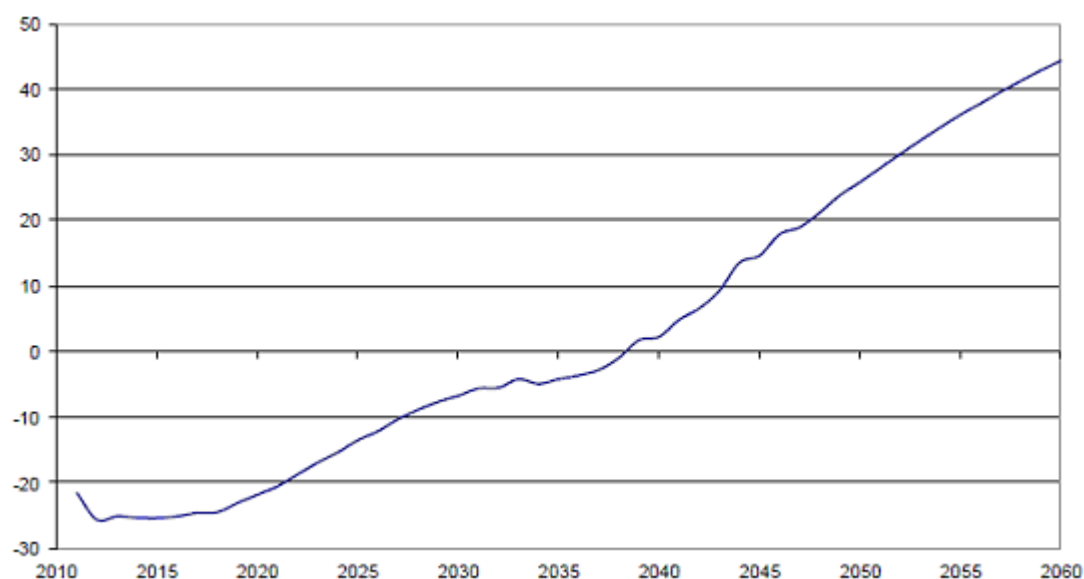
- [100] Au-delà de l'analyse du scénario principal d'évolution de la section C de la CRN, le cabinet de conseil tente d'évaluer l'impact qu'aurait pour celle-ci une évolution défavorable des revenus de la profession, notamment dans le contexte économique actuel. En effet, la mécanique du régime est intimement liée au niveau des cotisations encaissées, celles-ci étant sans incidence sur le processus d'acquisition des droits du fait des règles de calcul des droits acquis (le nombre de parts attribuées ne dépend pas du niveau des cotisations).
- [101] A cette fin, un test de sensibilité à une évolution brutale des rémunérations dans la profession a été mené. Il est fait l'hypothèse que les revenus de la profession baissent brutalement de 30 % par rapport aux chiffres observés. Les évolutions tendanciennes des effectifs et de rémunération sont par ailleurs cohérentes avec celles observées.

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

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

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

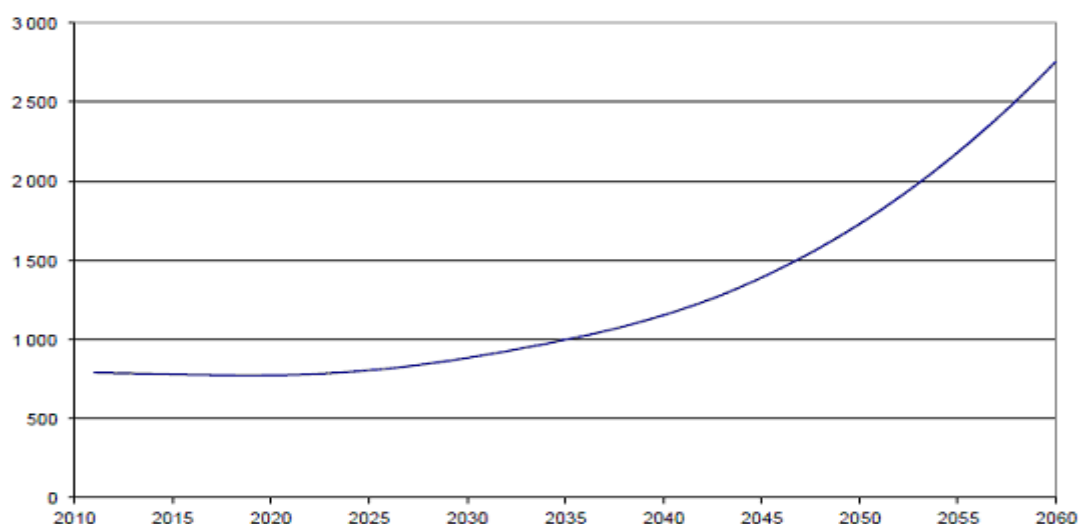
Graphique 14 : Ecart entre les ressources et les prestations en groupe ouvert



Source : WINTER & Associés.

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

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



Source : WINTER & Associés.

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

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

- [106] Au 31 décembre 2011, le régime de la section C dispose de suffisamment de réserves pour garantir le service des pensions durant 8,7 années contre 9,3 à fin 2010 et 8,6 à fin 2007 et affiche une viabilité en groupe ouvert supérieure à 40 années.
- [107] Le taux actuariel instantané permet de définir le taux actuariel que permet l'équilibre du régime sur le long terme. Si l'âge moyen des adhérents actifs du régime est proche de 50 ans, ce taux d'équilibre est de 6,0 % à 6,5 %. Or, le taux de rendement du régime étant de 4,12 % en 2012, cela signifie que les cotisations couvrent largement les engagements nés et que la dynamique du régime devrait permettre d'augmenter son taux de couverture.
- [108] Pour affiner l'analyse, le cabinet de conseil s'interroge sur les règles de rendement à respecter si la CRN vise la capitalisation totale du régime. A ce titre, la méthode de la pesée actuarielle⁵ est utilisée. Cette méthode vise à fournir un outil de pilotage de la valeur de service du point fondé sur l'équilibre actuariel. Cet équilibre se définit de la manière suivante : l'ensemble des cotisations versées nettes de chargement de gestion permet de financer les capitaux constitutifs des rentes viagères différées découlant des droits nouvellement acquis (en fonction de la table de mortalité et du taux d'intérêt adéquat), et de financer les intérêts techniques sur les engagements d'ores et déjà pris par le régime, nets des richesses accumulées. Autrement dit, la cotisation versée doit permettre non seulement de couvrir les droits résultant des points qu'elle permet d'acquérir mais également financer le déficit éventuel du régime né de la part des prestations qui devront être payés au titres de points acquis antérieurement et qui ne sont pas couvertes par des réserves. Lorsque le taux de rendement du régime est égal au taux d'équilibre, le taux de couverture est stabilisé sauf à anticiper des produits financiers supérieurs au taux technique.
- [109] Dans le cadre des règles techniques et sur la base des hypothèses actuarielles qui ont été retenues (les tables TGH / TGF et un taux technique de 2 %), le cabinet WINTER & Associés a procédé aux évaluations permettant de comparer les résultats issus de la pesée actuarielle aux rendements effectivement constatés.
- [110] Les résultats montrent que le taux de rendement d'équilibre est évalué à 3,97 % en 2011. Le rendement réel du régime est légèrement inférieur à ce taux en 2011, ce qui en théorie aurait dû permettre de couvrir les droits acquis générés par le versement des cotisations, et de financer non seulement les intérêts techniques relatifs aux droits passés non couverts par le régime mais également d'améliorer le taux de couverture. Toutefois, ceci n'est vrai que si les réserves croissent avec un taux de rendement au moins égal au taux technique ce qui n'a pas été le cas.
- [111] En outre, compte tenu de l'évolution du rendement du régime pour l'exercice 2012 (4,12 %), donc supérieur au taux cible supra, une dégradation des taux de couverture du régime est anticipée par le cabinet de conseil. Ceci amène le cabinet à préconiser le maintien de manière durable du taux de rendement réel de la section C en dessous du taux de rendement d'équilibre afin d'améliorer le ratio de couverture sur le long terme.

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

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

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

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

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

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

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

Source : WINTER & Associés.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : Exploitation IGAS des comptes rendus des conseils.

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

⁶ Dans ce cas particulier le compte rendu est en caractère gras

- [128] Cette affirmation aurait mérité plus de commentaires et sans doute des questions. D'une part, d'un point de vue théorique, le rendement étant corrélé au risque il est problématique de rechercher un meilleur rendement à risque identique. D'autre part, d'un point de vue pratique, le niveau de risque en question n'est ni défini ni chiffré, en particulier pas par classe d'actif ce qui permettrait de savoir quels objectifs de rendement et de risque pour chaque classe d'actif permettent d'atteindre l'objectif général ainsi définis.
- [129] **Au total la mission estime que le conseil ne débat pas suffisamment de la politique de placement et qu'il devrait, à la suite d'un débat se prononcer explicitement sur ses principaux paramètres que sont le rendement espéré et le risque accepté.**
- [130] Cette faible implication du conseil contraste avec le temps consacré (à juste titre) à la fixation des coûts d'acquisition et de valeur du point de retraite, à celle de l'immobilier où la situation d'immeubles particuliers est évoquée ou de situations individuelles en matière d'action sociale.

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

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

3.1. Une présentation sommaire de l'allocation stratégique

- [132] Lorsque le conseil d'administration est saisi des allocations d'actif celles-ci lui sont présentées en termes très généraux et sans que les risques associés à chaque classe d'actifs soient jamais évoqués.
- [133] En cinq ans le sujet est abordé cinq fois et les développements sont suffisamment restreints pour qu'ils puissent être reproduits ci-dessous.

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

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

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

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

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

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

de 2 % immobilier, 50 % produits de taux,, 45 % actions euros, 2 % actions US et 1 % actions Japon ».

- [134] La présentation est très générale mais elle aboutit à une allocation globale selon les principales poches, sans toutefois présenter l'évolution par rapport à l'allocation antérieure.
- [135] Il n'est fait aucune référence à des produits structurés, à de la gestion alternative. La proposition d'une allocation plus « dynamique » dont on sait que cela recouvre en réalité un rendement attendu **et** un risque supérieurs n'est pas explicitée.
- [136] Il n'est pas fait état d'un vote explicite du conseil.

CA du 30/11/2006 : « En ce qui concerne l'allocation d'actifs M. PEPONNET précise qu'il existe une grande diversité de répartition des actifs (immobilier, actions, obligations) en fonction des sections ».

CA du 19/4/2007 : « Le président indique que des graphiques montrant la répartition des actifs entre les grandes classes de support, et entre les différentes sections de la CRN au 31 décembre 2006, ont été communiqués aux administrateurs. Il indique que les obligations ont procuré en 2006 un rendement légèrement négatif. Les actions génèrent encore un bon rendement, de même que l'immobilier, mais cela devrait s'infléchir. En conséquence il conviendra en 2007 de redéfinir l'allocation d'actifs de la CRN.

Le président propose aux administrateurs, afin d'optimiser cette allocation de donner à la commission des placements une certaine latitude pour faire évoluer la répartition entre les différents types de supports financiers.

Compte tenu de l'importance de l'immobilier dans la section B, le directeur indique que celle-ci risque d'être pénalisée si le marché se retourne. Le président propose que l'immobilier soit mieux réparti entre les sections et indique que cette opération devra se faire au prix du marché.

Les réserves de la section C quant à elles vont permettre d'absorber la bosse démographique sans difficultés même dans des scénarios économiques défavorables.

La poche obligation est de l'ordre de 44 % de l'ensemble des actifs financiers de la CRN. Le président précise qu'il conviendrait de réduire l'exposition obligations compte tenu des faibles rendements attendus dans les prochaines années. Le minimum autorisé est de 34 % y compris les obligations convertibles ».

Les administrateurs émettent un avis favorable à toutes ces propositions

- [137] On note que le seul motif de redéfinir l'allocation stratégique proposé est celui de l'évolution des rendements, notamment lorsqu'il est proposé de réduire la poche obligataire.
- [138] Le conseil donne en réalité carte blanche à la commission des placements pour modifier l'allocation stratégique dès lors que la « certaine latitude » qu'il accepte n'est en rien définie.

CA du 4/12/2008 : « Le président informe les administrateurs qu'une démarche a été faite pour définir l'allocation d'actifs stratégiques pour le moyen et le long terme. Cet exercice est à effectuer au minimum tous les trois ans conformément au règlement financier. A la demande du président le directeur en rappelle les principales évolutions examinées lors des deux réunions organisées à l'issue des deux dernières commissions des placements

- Créer une gestion de cœur de portefeuille plus indicielle taux et actions ;
- Créer une gestion satellite à forte valeur ajoutée, plus active et plus spécialisée (réduction du nombre de fonds)
- Créer deux leviers de pilotage de l'allocation tactique : un rebalancement systématique et un pilotage tactique par la commission des placements ;
- Créer un fonds de fonds pour piloter cette gestion tactique, récupérer les rétrocessions et simplifier la comptabilité »

Il est également précisé que la commission des placements assurera un suivi tactique de l'allocation sur la base de nouveaux états de reporting. Cette meilleure visibilité des actifs de la CRN devrait permettre de mieux piloter la gestion des actifs CRN.

[139] Il n'est pas indiqué de répartition précise de l'allocation stratégique par poche d'actifs, qui donnerait une réelle information ce que ne fait pas le jargon utilisé : la distinction gestion « cœur de portefeuille » et « satellite » n'a aucun contenu précis, même si on comprend que le satellite comprendra des actifs plus risqués dont on espère un plus fort rendement. La proportion entre ces deux « gestions » n'est même pas indiquée.

[140] Le conseil d'administration est informé mais il ne se prononce pas explicitement. Il est vrai qu'on ne voit pas exactement sur quoi il pourrait se prononcer au vu du compte rendu.

CA du 1/12/2011 : « Le président indique que se sont tenues à l'issue des réunions des commissions des placements des 13 octobre et 15 novembre derniers, deux séances pour définir l'allocation stratégique d'actifs des 3 à 5 prochaines années. En effet, comme le prévoit le règlement financier de la CRN, le conseil d'administration fixe sur proposition de la commission des placements, l'allocation stratégique d'actifs dans le cadre du rapport annuel. Il redéfinit cette allocation stratégique au minimum une fois tous les 5 ans, sur la base d'une étude d'un organisme extérieur spécialiste en la matière. Cette étude a été réalisée avec les conseils du cabinet INSTIT7. Les orientations proposées sont les suivantes :

Dans l'attente d'une réforme de la section B, la commission financière ne recommande pas de prise de risque plus importante mais une recherche d'amélioration du rendement **à niveau de risque équivalent** :

- Réduire au cours des prochaines années, la part des actifs immobiliers détenue par la section B afin de ramener progressivement le poids de l'immobilier à un niveau inférieur à la limite réglementaire de 20 %, tout en renforçant corrélativement la part des actifs immobiliers détenus par la section C
- Infléchir la gestion de la poche actions, qui pourra être portée de 28,5 % à 35 %n vers une poche plus défensive en privilégiant la notion de rendement, tout en limitant la volatilité des portefeuilles
- Porter la poche obligataire de 34 à 41 % en favorisant la recherche de rendement, par la mise en place de stratégies de portage d'obligations à échéance
- Geler, voire réduire les investissements en produits structurés en raison notamment de leur manque de liquidité
- Garder une poche d'actifs monétaires court terme autour de 5 % ».

[141] Cette présentation suscite plusieurs observations :

- il est proposé de maintenir un niveau de risque qui n'est en rien défini ;
- privilégier le rendement en limitant la volatilité (qui est un indicateur du risque) est une tâche délicate eu égard aux principes de la théorie financière qui estime que le rendement est positivement corrélé au risque et donc à la volatilité ;

- on peut, au regard des performances des produits détenus par la caisse, comprendre pourquoi elle veut réduire les investissements en produits structurés mais l'argument de la liquidité paraît curieux pour des placements destinés à représenter des réserves de long terme ;
- La caisse ne constitue pas une allocation stratégique d'actifs : en particulier n'est déterminée qu'au maximum 81 % du portefeuille (35 % + 41 % + 5 %).

CA du 05/04/2012 : le directeur « rappelle aux administrateurs qu'un travail a été mené dans le cadre de la commission des placements fin 2011 sur l'allocation stratégique avec les conseils d'un cabinet extérieur. Cette démarche avait conclu qu'il convenait de renforcer la gestion directe sur les classes d'actifs pures telles que les actions et les obligations ».

- [142] Certes, il s'agit d'un sujet technique et sans doute difficile pour des administrateurs qui ne sont pas tous par ailleurs formés par la caisse. L'exemple d'autres caisses contrôlées par l'IGAS montre qu'il est toutefois possible d'avoir des présentations et des débats bien plus nourris sur ce sujet.

3.2. Le conseil n'est pratiquement pas informé sur les facteurs explicatifs des résultats financiers et n'est pas actif sur ce sujet avant avril 2012

- [143] Au-delà des documents fournis, dont la validation systématique sans observation n'est pas l'indice d'une forte appropriation, les comptes rendus de CA exploités montrent une faible information du conseil et l'absence d'un contrôle par celui-ci de la gestion.
- [144] L'information est principalement donnée lors de la présentation des comptes de l'année et elle est très générale. Il est dit globalement aux administrateurs comment a évolué le portefeuille mais le rapport ne s'étend pas sur les composantes de cette variation globale ou sur l'existence de pertes sur certains actifs.
- [145] Ainsi, lors du conseil du 20/04/2006, « les rendements obtenus par la gestion des actifs sont en progression sensible. Si on fait le bilan sur les 5 dernières années, on constate que la forte baisse de 2001/2002 est maintenant effacée. En témoignent les fonds diversifiés créés en juin 2001, juste avant la crise qui ont réalisé à fin 2005 une plus value moyenne de 7 % des capitaux investis ».
- [146] Lors du conseil du 19/04/2007, la baisse de 18 % du résultat en 2006 est présentée au conseil comme « relative » car « elle concerne essentiellement la gestion financière alors que la gestion technique continue sa bonne évolution ». Le compte-rendu de ce conseil rend compte d'un « large débat » qui porte sur la comparaison de la performance entre la gestion directe et la gestion déléguée, la seconde ayant un rendement moindre ; il est noté la « performance légèrement négative des 4 fonds dédiés « obligations » mais en ligne avec les indices de référence ». Le président indique que « des mesures ont été prises vis-à-vis de certains gérants ». Son appréciation sur la perspective d'une diminution des performances globales le conduit à estimer que « les fonds diversifiés ne sont peut être plus adaptés dans le contexte actuel des marchés » et qu'« il conviendrait certainement de renforcer la part de la gestion alternative ». Il est difficile de mesurer le sens précis de ces éléments pour les administrateurs présents.
- [147] Lors du conseil du 17/04/2008, l'information sur les placements est globale et sur les effets de la crise des subprimes est très limitée : « le directeur indique que l'année 2007 aura été marquée par la crise des subprimes en août 2007. Après un premier trimestre satisfaisant [...] le second semestre a vu les marchés complètement désorientés par la difficulté à mesurer l'étendue des pertes liées à la titrisation de la dette immobilière aux Etats-Unis. Il en est résulté une perte de confiance avec de fortes conséquences sur tous les secteurs de l'économie ». On peut être étonné qu'à la suite d'une telle crise la présentation orale faite au conseil ne soit pas plus détaillée et n'indique pas des résultats plus précis par classe de produits voir des données par fonds, à la mesure du degré de détail dans lequel le conseil sait rentrer quand il s'agit d'immobilier ou d'action sociale.

- [148] Lors du conseil du 8/4/2009 sont présentés par la commission de contrôle les comptes 2008 où sont enregistrés une perte de plus de 250 M€ sur la gestion financière. La présentation se borne à constater que la baisse est inférieure à celle du CAC 40, ce qui n'a pas grand sens comme comparaison au regard de la composition du portefeuille de la caisse qui n'est pas uniquement composé d'actions et sur le fait que « *nous sommes fondés à espérer un retour des plus hauts* » en prenant comme référence l'évolution du marché entre 2000 et 2007. Le président indique toutefois « *que la remontée des marchés se fera probablement lentement et ajoute que la caisse est déçue par les résultats de certains gestionnaires et qu'il est envisagé de reprendre en gestion directe une part des fonds dédiés, notamment en ce qui concerne les obligations* ». Sur ce sujet le rapport du directeur se limite à une présentation globale de la crise et de l'évolution des réserves de la caisse.
- [149] Il est étonnant que le passage d'une crise financière majeure n'émeuve pas plus le conseil et que son information sur le contenu effectif des actifs détenus ne soit pas accrue à cette occasion.
- [150] Lors du conseil du 8 avril 2010 la présentation du résultat financier 2009 se limite à constater que « *la gestion financière se redresse très nettement en 2009* ». Le directeur précise lui que le résultat représente 90 % de la perte de l'année antérieure et donne des éléments généraux sur la situation des marchés.
- [151] Lors du conseil du 6 avril 2011 présentant les comptes 2010 il est simplement noté que la gestion financière est positive à hauteur de 67 M€ ; le fait que ce chiffre représente 37 % des 181 M€ constatés l'année antérieure ne fait l'objet d'aucun commentaire et il n'est donné aucun éléments sur la répartition par type d'actif. Le rapport du directeur précité n'apporte rien de plus que le chiffre du rendement et l'appréciation du caractère « *judicieux* » des arbitrages de la commission des placements.
- [152] Lors du conseil du 5 avril 2012 où sont présentés les comptes 2011, l'agent comptable « *présente quelques tableaux sur les comptes 2011 et rappelle les faits marquants de l'exercice. La dépréciation de toutes les classes d'actifs, du fait de la crise, résulte d'une baisse importante des marchés. Cependant la situation s'est inversée, début 2012, et sur le seul premier trimestre 2012 60 % du recul 2011 a été récupéré* ». Le résultat de l'exercice est de -86 M€ et le résultat financier de -128 M€.
- [153] L'agent comptable fait état de l'acquisition de 200 M€ d'obligations à échéance d'une durée de 3 à 5 ans qui seront conservées jusqu'à leur terme et « *devraient apporter un rendement annuel de 4 à 8 %* ».
- [154] Le débat porte sur la communication vis-à-vis des affiliés ce qui conduit à remarquer que les notaires ont une bonne connaissance de la gravité de la situation des marchés mais aussi à recommander de communiquer sur les bonnes performances de début 2012, sur le montant des plus values immobilières latentes et sur le nombre d'années de prestations couvertes par les réserves.
- [155] Une question est posée sur la diversification du portefeuille obligataire par pays auquel il est répondu que la CRN a acquis des obligations de société du CAC 40 et que « *la CRN est majoritairement exposée sur du crédit en direct et en dédié* ».
- [156] Une autre porte sur le recours à la gestion déléguée à laquelle il est répondu que la caisse investit de plus en plus en direct mais que « *n'ayant ni la vocation ni la réactivité des maisons de gestion [elle] ne peut étendre la gestion directe à la totalité des actifs* ».
- [157] **Dans les autres cas dans lesquels le compte-rendu fait état des aspects financiers, les informations sont là aussi très limitées.**
- [158] Lors du conseil 12/7/2006, le point sur les placements est fait dans les questions diverses et il est formulé comme suit « *Le directeur présente ensuite les résultats techniques et financiers 2005 ainsi que l'allocation des actifs de la CRN et l'évolution de leur rendement. En ce qui concerne la section B, il signale que le taux de couverture des engagements s'améliore depuis 3 ans [...] le directeur fait par des perspectives à 10 ans et plus pour les régimes de la CRN.* »

[159] Le 30/11/2006, dans le cadre fixation de la valeur du point, un administrateur *« pense que l'on donne trop d'importance à la démographie sur la qualité du régime. Il serait normal que des notaires qui ont réglé des cotisations importantes pendant 35 ans, voire plus, se voient distribué (sic) une partie des revenus financiers des réserves »*. Le président *« fait observer que les produits financiers sont susceptibles de baisser dans les années à venir et qu'il ne faut pas anticiper sur ces produits financiers »*

[160] Le 18/09/2009, il est exceptionnellement posé une question relative à la politique des placements. Elle porte sur le rôle de M. DU PENHOAT au sein de la commission des placements conduit à indiquer son rôle comme conseil indépendant de la société AON HEWITT et le coût de la prestation d'environ 100 K€ par an.

4. LE CARACTERE FACULTATIF DES CLASSES DU REGIME MODIFIE LE CADRE INTELLECTUEL DANS LEQUEL IL EST GERE

[161] Sans qu'il soit besoin ici de documenter de manière particulière ce constat, il apparaît à la lecture des comptes rendus que dans les décisions portant sur la valeur du point le fait que les notaires puissent voir le régime complémentaire comme un produit d'épargne en concurrence avec d'autres conduit à porter une attention particulière au rendement du régime et donc, implicitement, pour ce qui nous intéresse, aux objectifs de rendement attendus du patrimoine.

[162] Ainsi, lors de la réunion du 02/12/2009, s'agissant de la section B, une intéressante discussion sur la comparaison avec un contrat de type « Madelin » conduit à poser la question du niveau des réserves : *« la CRN a-t-elle besoin de ce niveau de réserves ? »* et donc implicitement de l'utilisation des produits financiers.

[163] On notera enfin qu'il est systématiquement rappelé aux administrateurs lors du dernier CA de l'année l'obligation de répondre au questionnaire déontologique qui leur été transmis. Par ailleurs il a été décidé en 2011 de créer un comité des rémunérations qui aura dans son champ l'examen des cinq rémunérations les plus importantes de la caisse.

5. LE BUREAU DU CONSEIL D'ADMINISTRATION NE TRAITE PAS DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT ET DE SA MISE EN ŒUVRE

[164] L'examen des comptes rendus du bureau du conseil d'administration montre que celui-ci ne traite de la politique de placement que de manière incidente, dans le cadre du traitement d'autres sujets comme l'équilibre des régimes, ou de manière très exceptionnelle sur des points de détail.

Tableau 17 : Points relatifs aux placements dans les comptes rendus du bureau du conseil d'administration

Date		Objet
19/04/2006		
01/07/2006		
23/09/2006		
29/11/2006		
18/04/2007	■	Performance de la trésorerie 2006 inférieure à EONIA
03/07/2007	■	Commentaire sur les performances 2005 et 2006
06/10/2007		
04/12/2007		
16/04/2008		
02/07/2008		
20/09/2008		
03/12/2008		
07/04/2009		
01/07/2009		
18/09/2009		
01/12/2009	■	Taux de couverture engagements : reprise en 2009 d'une grande part du recul en 2008
07/04/2010	■	Commissaire aux comptes : 70 % des reculs des placements financiers 2008 ont été repris en 2009
06/07/2010		
19/09/2010		
01/12/2010	■	
05/04/2011	■	Commissaire aux comptes : intervention le contrôle du cycle gestion des placements financier
05/07/2011		
24/09/2011	■	Evolution du rendement régime

Source : Exploitation IGAS des comptes rendus.

[165] Enr 23 réunions, le sujet des placements est mentionné sept fois. Toutefois, la reprise des sujets traités dans le tableau et dans les extraits repris ci-dessous montrent qu'à l'exception d'une remarque sur la gestion de la trésorerie en 2010, ces mentions sont incidentes dans le cadre d'autres sujets et ne constituent pas une action du bureau sur le sujet précis de la politique de placement et de sa mise en œuvre. **On remarquera que le sujet de l'allocation stratégique d'actifs n'a jamais été évoqué en bureau.**

[166] Le 18/04/2007, le président constate que le résultat du placement de la trésorerie en 2006 dans des produits monétaires ont donné une performance légèrement inférieure à l'EONIA. Le directeur précise que le gérant du fonds monétaire GO FX² a effectué en début d'année 2006 quelques mouvements allers-retours « *dans un mauvais timing* ». La contreperformance n'a pas pu être corrigée en fin d'année. Ces opérations se sont faites cependant « *sans risque pour le capital* » et ce fonds a en février 2007 été basculé vers un fonds obligations.

[167] Le 03/07/2007, le directeur indique que « *la CRN se positionnent parmi celles [les caisses de retraite] qui dégagent les meilleures performances* ».

[168] Le 01/12/2010, le représentant du cabinet WINTER indique que « *dans le contexte de la situation financière des marchés et du caractère facultatif du régime une baisse du rendement de celui-ci est indispensable* ».

- [169] Le 05/04/2011, le commissaire au comptes intervient : *« l'examen des procédures du cycle gestion des placements financiers met en évidence un suivi satisfaisant des opérations sur les placements financiers et leur correcte traduction comptable. Le circuit d'investissement et de rachat des tires entre les différents acteurs du processus est correctement appréhendé et sécurisé. Le nouveau logiciel de gestion financière WINTIT mis en place fin 2010 devrait permettre de limiter l'intervention humaine grâce à une gestion plus automatisée des placements ».*
- [170] Le 24/09/2011, le représentant du cabinet WINTER indique que *« dans le contexte de la situation financière des marchés et du caractère facultatif du régime une baisse du rendement de celui-ci est indispensable.*

Annexe 7 : Revue analytique des comptes rendus des commissions des placements

- [171] La commission des placements est le nom donné par la CRN à la commission financière visée par le décret n°2002-1314 modifié. Elle est composée des membres du bureau (président, vice-président, secrétaire, trésorier et conseiller du président) et de membres du conseil d'administration. Participent également aux réunions de la commission, le directeur et l'agent comptable.
- [172] La commission se réunit une fois par mois et a pour objectif⁷ « *d'optimiser le rendement financier des réserves dans une enveloppe de risques raisonnables et a pour missions principales :*
- *la gestion stratégique des actifs financiers pour faire face au passif (présent et futur),*
 - *la gestion tactique des orientations et des décisions de placements conformément aux engagements de la CRN vis-à-vis de ses affiliés ».*
- [173] La mission a procédé à la revue de l'ensemble des comptes-rendus des commissions de placements tenues entre janvier 2006 et décembre 2011 (soit six ans). Ces comptes-rendus, relativement fournis, s'accompagnent de relevés de décisions qui ont vocation, d'une part, à prendre rapidement connaissance des décisions délibérées au cours d'une séance et, d'autre part, à assurer la traçabilité de ces dernières. Les relevés de décisions sont signés par le directeur et par l'agent comptable.
- [174] Chaque séance de la commission peut être décomposée en trois phases :
- une présentation de l'environnement économique par le conseiller issu de la société AON HEWITT ;
 - une revue de la performance des fonds par ce même conseiller ;
 - des rencontres : des gérants d'OPCVM sont reçus et viennent proposer leurs produits directement à la commission, rendent compte de leur gestion ou fournissent, à la demande de la commission, des recommandations pour ce qui est des investissements directs de la caisse.
- [175] Ces trois phases peuvent être entrecoupées de discussions entre administrateurs en vue d'arbitrer des fonds ou d'accepter des offres faites par des gérants.

1. L'INFORMATION FINANCIERE PREPAREE PAR LE CONSULTANT APPARAÎT COMME COMPLETE ET DE QUALITE MAIS NE TRAITE PAS DES PLACEMENTS IMMOBILIERS

- [176] Le contrat de prestations de service signé 16 juillet 2007 entre la CRN et le cabinet HEWITT ASSOCIATES (devenu AON HEWITT), a effet du 1^{er} octobre 2007 prévoit trois familles de travaux :
- La réalisation des contrôles du respect du cadre de gestion des fonds et l'élaboration d'un état mensuel comprenant l'analyse du respect d'un ensemble de contraintes ;
 - L'élaboration d'une fiche de *reporting* mensuelle, identique pour chaque fonds, rappelant un ensemble de caractéristiques définies par le contrat ;

⁷ Selon le site internet de la caisse.

- Une analyse mensuelle des gestions réalisées et la rédaction d'un rapport de synthèse trimestriel.

[177] Le *reporting* analysé en commission des placements est élaborée par la société AON HEWITT comprend ainsi deux versions correspondant au deux premiers points *supra* : une version détaillée et une simplifiée. Historiquement, le volet détaillé était distribué au président et au vice-président mais depuis plusieurs années, **seul le volet simplifié est remis aux membres de la commission des placements.**

[178] Par ailleurs, bien que le *reporting* visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, il s'agit des contraintes applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est applicable et non pas des contraintes qui pèsent sur la CRN. **Aussi, le *reporting* élaboré par le cabinet AON HEWITT ne prévoit pas de document permettant de vérifier que les placements détenus par la caisse sont admissibles au sens du décret n°2002-1314 modifié.**

[179] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion (cf. annexe correspondante) fait référence au décret de 2002, voire reprennent certaines de ses dispositions dans le corps de la convention. Par conséquent, dans la mesure où le cabinet AON HEWITT doit s'assurer du respect des stipulations conventionnelles, ces mesures font l'objet d'un suivi. Toutefois, celui-ci n'est que partiel au vu des obligations du décret de 2002.

Réponse de l'organisme : *Les documents produits par Aon Hewitt intègrent des éléments de contrôle relatifs aux positions de la CRN par rapport aux dispositions réglementaires de l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale. Ces contrôles sont réalisés en décomposant les fonds dédiés en transparence ainsi que sur l'ensemble du portefeuille consolidé de la CRN (gestion en direct, OPCVM ouverts). Ces contrôles sont effectués : Tous les mois dans le cadre des reportings réalisés par le cabinet de conseil (répartition réglementaire des actifs de la caisse). Tous les ans de manière plus précise, en associant à chaque groupe d'actifs, tel que précisé par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale et défini par l'article R623-3, le montant détenu par la CRN en pourcentage du portefeuille. A titre d'exemple, ce contrôle est effectué en répartissant les obligations convertibles en fonction de leur delta et les fonds diversifiés en fonction de leur allocation d'actif ce qui apporte un degré de précision supplémentaire bien que cela ne soit pas requis par le régulateur. La CRN considère les fonds dédiés comme éligibles dans la mesure où ils correspondent à la catégorie 8° « Actions et parts d'OPCVM » du présent article. La référence au décret de 2002 est précisée dans les conventions de gestion des fonds dédiés dans le but d'une meilleure transparence.*

Observation de la mission : *Doublon. Il a été répondu dans le corps du rapport.*

[180] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires⁸. Pour ce faire, les placements de la caisse sont ventilés en trois grandes catégories (produits de taux, actions et FCPR). **Ce document n'est pas distribué en commissions des placements** et fait seulement l'objet d'un commentaire de la part de l'agent compactable.

[181] **Un tel document est insuffisant à plusieurs titres.** Le décret de 2002 prévoit treize catégories de placements et non trois ; chacune de ces catégories étant assorties de conditions de sorte qu'il n'est pas suffisant d'expliquer détenir une obligation pour que cette dernière soit éligible à la détention.

⁸ La part des obligations dans le portefeuille total de la caisse doit être supérieure à 34 % et l'immobilier ne doit pas dépasser 20 %.

Réponse de l'organisme : *Le document auquel fait référence la mission reprend les 13 catégories de type de support prévues par le décret de 2002. Annuellement, les actifs de la CRN sont ventilés selon ces 13 catégories. Ce document a pour objet le contrôle des ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale en regroupant les treize catégories de placements en quatre catégories principales. Ces quatre catégories sont reprises dans ce document afin de s'assurer du respect des limites, en ratio, imposées par la réglementation. Le bon respect des règles de concentration est contrôlé tous les mois.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

- [182] Le décret de 2002 énonce des limites qui se matérialisent sous la forme de ratios à respecter. Ces ratios ne se réduisent pas aux contraintes en matière de placements immobiliers, obligataires ou aux investissements en fonds communs de placements à risques.

Réponse de l'organisme : *Les ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale concernent l'immobilier, les placements obligataires, les fonds communs de placements à risques et les prêts obtenus (non détenus par la CRN). Le document dont fait référence le présent paragraphe reprend et contrôle ces quatre ratios sur une base annuelle. Ces limites sont également contrôlées chaque mois dans le cadre des reportings mensuels (répartition réglementaire). Cet article énonce également les contraintes en termes de concentration. Le bon respect de ces règles est contrôlé tous les mois.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

- [183] Enfin, en sus de l'absence de communication à la commission des placements du document réalisé par l'agent comptable et de ses trop nombreuses simplifications, ce document ne met pas en regard les différents exercices comptables si bien que les évolutions ne peuvent être appréhendées.
- [184] La documentation simplifiée remise par AON HEWITT se divise en trois grandes parties. Dans un premier temps, une analyse des marchés est conduite. A cette fin, les historiques des performances des principaux indices de marchés (actions, obligations, matières premières, pétrole, or, taux de change...) sont rappelés.

Tableau 18 : Analyse des marchés actions présentée par AON HEWITT fin 2011

	Aujourd'hui	Performances				
		1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
Monde						
MSCI World (en euros)	93.02	0.47%	3.52%	10.71%	-4.53% ↘	-4.53% ↘
Zone Euro						
DJ Euro Stoxx	225.78	1.05%	-0.40%	5.13%	-17.73% ↘	-17.73% ↘
MSCI EMU	131.38	1.07%	-0.37%	5.26%	-17.48% ↘	-17.48% ↘
CAC 40	3 159.81	1.86%	0.16%	5.96%	-16.95% ↘	-16.95% ↘
DAX 30	5 898.35	0.33%	-3.13%	7.20%	-14.69% ↘	-14.69% ↘
Zone Europe						
DJ Stoxx (en euros)	244.54	1.11%	1.86%	8.12%	-11.34% ↘	-11.34% ↘
MSCI Europe (en euros)	84.95	1.12%	2.04%	8.40%	-11.08% ↘	-11.08% ↘
Footsie 100	5 572.28	1.08%	1.21%	8.65%	-5.55% ↘	-5.55% ↘
Swiss Market Index	5 936.23	0.72%	5.02%	7.31%	-7.77% ↘	-7.77% ↘
USA						
MSCI USA (en euros)	90.71	-0.17%	4.49%	14.79%	3.23% ↗	3.23% ↗
S&P 500	1 257.60	-0.61%	0.85%	11.15%	0.00% ↘	0.00% ↘
Nasdaq	2 605.15	-0.52%	-0.58%	7.86%	-1.80% ↘	-1.80% ↘
Japon						
MSCI Japan (en euros)	85.05	2.72%	4.44%	-0.82%	-13.41% ↘	-13.41% ↘
Nikkei 225 (en euros)	84.84	2.95%	4.98%	0.56%	-9.89% ↘	-9.89% ↘
Petites capitalisations						
MSCI EMU Small Caps	173.57	0.99%	-0.79%	-1.06%	-24.77% ↘	-24.77% ↘
Matières premières						
Pétrole (en dollars)	98.83	-0.80%	-1.52%	24.79%	8.15% ↗	8.15% ↗
Or (en dollars)	1 577.30	-1.71%	-8.54%	-2.61%	11.85% ↗	11.85% ↗
Convertibles						
Exane	2 511.64	0.52%	0.70%	-0.21%	-9.58% ↘	-9.58% ↘

Changes	Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
EUR/USD	1.296	-0.74%	-3.63%	-3.64%	-3.04% ↘	-3.04% ↘
EUR/CHF	1.21382	-0.76%	-1.15%	-0.15%	-2.96% ↘	-2.96% ↘
EUR/GBP	0.83355	-0.41%	-2.64%	-2.96%	-2.79% ↘	-2.79% ↘
EUR/JPY	99.66	-2.17%	-4.51%	-3.36%	-8.27% ↘	-8.27% ↘

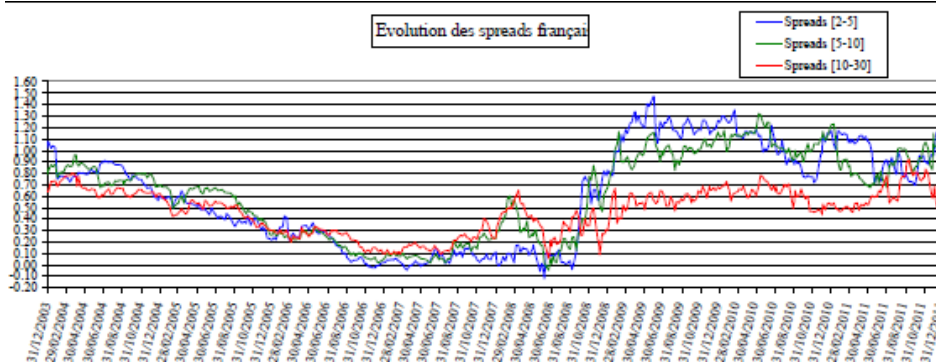
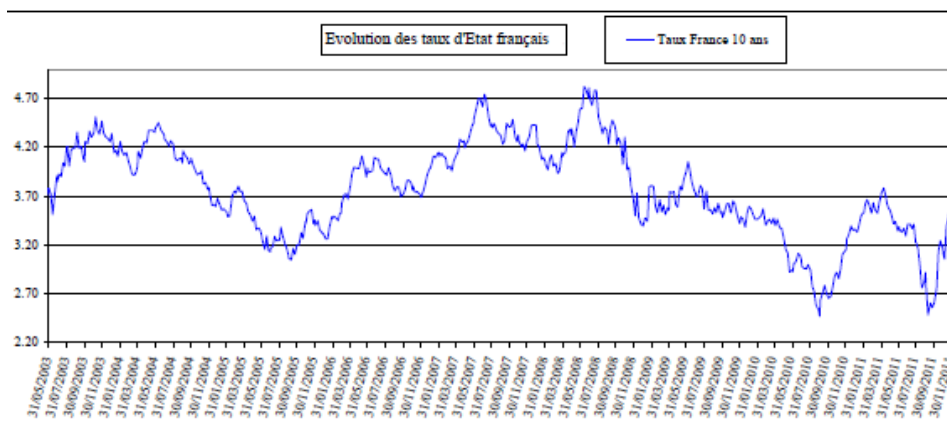
Rang depuis le 31/12	Evolution des secteurs de la zone Euro (DJ EuroStoxx)	Performances					
		Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
1	Santé	470.40	2.05%	6.97%	11.27%	18.13%	18.13%
2	Agro-alimentaire	346.33	2.23%	3.68%	11.67%	5.31%	5.31%
3	Energie	311.66	1.65%	2.52%	18.57%	-2.52%	-2.52%
4	Chimie	603.54	2.16%	-0.26%	12.96%	-10.10%	-10.10%
5	Biens de conso non cycliques	356.19	1.26%	-1.14%	10.62%	-10.46%	-10.46%
6	Distribution	265.20	1.69%	-1.96%	5.61%	-14.48%	-14.48%
7	Média	135.13	1.60%	0.78%	6.50%	-16.48%	-16.48%
8	Technologiques	194.58	0.74%	-4.97%	1.87%	-18.05%	-18.05%
9	Télécommunications	310.23	0.99%	-3.94%	-3.58%	-18.19%	-18.19%
10	Assurance	121.69	-0.97%	-3.28%	2.18%	-18.39%	-18.39%
11	Services financiers	188.72	0.45%	-6.04%	3.00%	-18.89%	-18.89%
12	Construction	216.54	1.93%	0.99%	6.84%	-20.27%	-20.27%
13	Industrie	388.55	1.98%	-0.54%	6.41%	-20.41%	-20.41%
14	Biens de conso cycliques	91.45	0.25%	-1.11%	2.74%	-24.25%	-24.25%
15	Automobile	249.78	-1.29%	-4.71%	4.08%	-24.79%	-24.79%
16	Services collectifs	250.75	0.95%	-3.69%	-4.31%	-24.81%	-24.81%
17	Banque	100.34	-0.72%	1.76%	-4.75%	-37.63%	-37.63%
18	Produits de base	177.68	1.10%	1.01%	13.53%	-40.36%	-40.36%
Total DJ Euro Stoxx		225.78	1.05%	-0.40%	5.13%	-17.73%	-17.73%

Source : AON HEWITT.

- [185] Pour ce qui est des marchés de taux, les taux des emprunts de l'Etat français correspondants à différentes maturités sont précisés (1, 5, 10 et 30 ans) ainsi que les niveaux des « *spreads* » moyen par rating et par maturité.

Tableau 19 : Analyse des marchés de taux présentée par AON HEWITT fin 2011

Rang depuis le 31/12		Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
1	EuroMTS +15	190.11	1.06%	7.36%	-0.76%	4.50%	4.50%
2	EuroMTS 7-10	172.59	0.45%	4.02%	-2.79%	1.61%	1.61%
3	EuroMTS Global	167.89	0.41%	3.69%	-1.38%	1.18%	1.18%
4	EONIA	1 764.49	0.01%	0.05%	0.20%	0.88%	0.88%
5	EuroMTS 3-5	166.22	0.24%	2.81%	-0.66%	0.75%	0.75%
6	EuroMTS 1-3	155.40	0.05%	1.44%	-0.18%	0.54%	0.54%
7	EuroMTS 5-7	170.91	0.41%	3.43%	-1.84%	0.43%	0.43%
8	EuroMTS 10-15	165.42	0.46%	4.85%	-4.36%	-2.99%	-2.99%



Source : AON HEWITT.

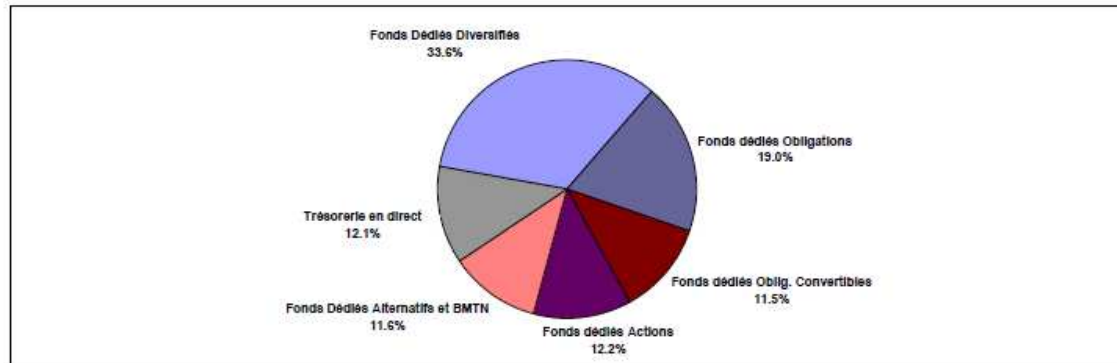
[186] Dans un second temps, le portefeuille consolidé de la CRN est examiné. Cinq items sont tour à tour passés en revue :

- « allocation d'actif et **performance** par type de fonds » ;
- « allocation d'actifs consolidée par type d'actifs » ;
- « **performance** des fonds dédiés » ;

- « attribution de **performance** des fonds dédiés diversifiés » ;
- « respect des **contraintes** ».

[187] Les différents tableaux et graphiques mettent en lumière la répartition des actifs par nature de produits et par zones géographiques. La performance de chaque type de fonds est étudiée et décortiquée. Le *reporting* s'attache particulièrement aux performances mensuelles, trimestrielles et annuelles. La volatilité à 20 semaines et le *tracking error* à un an sont mentionnées.

Graphique 16 : Allocation d'actifs et performance par type de fonds au 31 décembre 2011



Classe d'actifs	A fin Décembre 2011		Depuis début 2011		A fin Décembre 2011		Depuis début 2011	
	Montant (en m€)	Poids (en %)	Montant (en m€)	Poids (en %)	Perf** Mois	Perf. Indice	Perf** YTD	Perf. Indice
Total Portefeuille	1 721.5	100.0%	1 804.8	100.0%	4.4%	6.8%	-6.8%	-4.9%
Fonds dédiés Obligations	168.7	9.8%	189.0	10.5%	2.5%	5.7%	-0.9%	1.8%
HOCH OBLIGATIONS (BNP IP)	91.7	5.3%	141.9	7.9%	3.4%	5.7%	-0.6%	1.8%
CRN LFP OBLIG (LFP)	46.6	2.7%	47.1	2.6%	1.5%	5.7%	-1.2%	1.8%
CRN Opportunité Européenne (Schelcher)	30.4	1.8%	n.a	n.a	1.5%	5.7%	n.a	n.a
Fonds dédiés Oblig. Convertibles	102.6	6.0%	111.7	6.2%	1.4%	7.5%	-8.7%	-5.8%
Hoche Convertibles (BNP IP)	40.4	2.3%	45.2	2.5%	2.0%	7.5%	-10.6%	-5.8%
CRN Acropole OC (Acropole AM)	62.1	3.6%	66.5	3.7%	1.1%	7.5%	-6.6%	-5.8%
Fonds dédiés Actions	108.3	6.3%	164.1	9.1%	9.7%	9.5%	-17.7%	-14.0%
CRN AMUNDI ACTIONS (AMUNDI)	43.2	2.5%	49.8	2.8%	9.5%	9.5%	-13.1%	-14.0%
CRN Mandarine ACTIONS (Mandarine)	65.1	3.8%	71.8	4.0%	9.9%	9.5%	-20.7%	-14.0%
Fonds Dediés Diversifiés	298.9	17.4%	341.1	18.9%	5.1%	7.5%	-7.9%	-5.8%
FDRN-AIMP (AXA IM)	29.5	1.7%	30.5	1.7%	7.0%	7.5%	-3.3%	-5.8%
FDRN-EDRAM (EDRAM)	28.2	1.6%	30.5	1.7%	7.0%	7.5%	-7.4%	-5.8%
FDRN- ODDO (Oddo AM)	66.8	3.9%	75.0	4.2%	6.5%	7.5%	-10.9%	-5.8%
FDRN- AMUNDI (AMUNDI)	73.0	4.2%	79.6	4.4%	6.4%	7.5%	-7.4%	-5.8%
FDRN LFP (LFP)	27.5	1.6%	30.4	1.7%	4.1%	7.5%	-9.4%	-5.8%
FDRN Emergents ODDO (ODDO AM)	41.3	2.4%	43.7	2.4%	3.0%	7.5%	-5.6%	-5.8%
EMTN Epsilon SGOE (Lyxor)	32.5	1.9%	n.a	n.a	-0.5%	0.1%	n.a	n.a
Portefeuille CRN en direct*	502.6	29.2%	422.3	23.4%	4.7%	7.5%	-12.8%	-5.8%
Fonds Dediés Alternatifs et BMTN	102.8	6.0%	133.5	7.4%	0.6%	0.1%	-4.1%	0.9%
BMTN MILLENIUM BNP MASTER (BNP Eqty&D)	37.0	2.2%	40.4	2.2%	-0.7%	0.1%	-3.7%	0.9%
AMUNDI BALZAC (AMUNDI)	65.7	3.8%	69.0	3.8%	1.3%	0.1%	-4.3%	0.9%
Trésorerie en direct	107.8	6.3%	110.9	6.1%	N.d	N.d	N.d	N.d
Immobilier physique (valeur vénale)	329.9	19.2%	332.2	18.4%	N.d	N.d	N.d	N.d

* Décomposition non ventilée par classe d'actifs

** Performance hors Trésorerie en direct et Immobilier

Source : AON HEWITT.

Tableau 20 : Synthèse des performances par fonds

	Performances					Risques	
	mensuelles (25/11/11)	trimestrielles (30/09/11)	annuelles (31/12/10)	Depuis changement gestionnaire	depuis le (08/06/01)	Volatilité 20 S	Tracking error (sur 1 an)
Fonds obligataires purs :							
CRN LFP OBLIG (LFP)	1.45%	0.79%	-1.19%			3.4%	5.8%
Ecart	-4.21%	1.77%	-2.97%				
HOCHÉ OBLIGATIONS (BNP IP)	3.42%	-1.47%	-8.60%	51.99%	51.99%	8.0%	2.6%
Ecart	-2.25%	-0.49%	-2.38%	-9.07%	-9.07%		
CRN Opportunité Européenne Schelcher (Schelcher)	n.a.	n.a.	n.a.	1.50%			
Ecart	n.a.	n.a.	n.a.	-1.08%			
100% JPM EMU	5.66%	-0.98%	1.78%	61.06%	61.06%	8.0%	
Fonds convertibles :							
Hoche Convertibles (BNP IP)	2.02%	-1.04%	-10.56%	38.02%	28.03%	11.3%	9.0%
Ecart	-5.50%	-3.79%	-4.77%	7.02%	1.85%		
CRN Acropole OC (Acropole AM)	1.05%	0.12%	-6.61%	-8.54%	3.16%	7.1%	11.0%
Ecart	-6.47%	-2.63%	-8.82%	1.17%	-23.02%		
50% DJES Large + 50% JPM EMU	7.52%	2.75%	-5.80%	-9.71%	26.18%	18.9%	
Fonds actions purs :							
CRN AMUNDI ACTIONS (AMUNDI)	9.45%	7.41%	-13.10%	15.32%		36.7%	4.7%
Ecart	-0.04%	1.16%	0.93%	6.09%			
CRN Mandarine ACTIONS (Mandarine)	9.92%	5.99%	-20.66%			42.1%	7.0%
Ecart	0.43%	-0.27%	-6.63%				
100% DJ Euro Stoxx Large	9.49%	6.26%	-14.03%	9.23%		36.4%	
Fonds diversifiés :							
FDRN-AIMP (AXA IM)	7.01%	3.21%	-3.31%	11.52%	11.52%	16.8%	3.7%
Ecart	-0.51%	0.46%	2.48%	-2.16%	-2.16%		
FDRN-EDRAM Flexible (EDRAM)	7.64%	4.79%	-7.37%			17.8%	4.7%
Ecart	-0.48%	2.04%	-1.57%				
FDRN- ODDO (Oddo AM)	6.48%	2.38%	-10.90%	-0.10%	5.54%	16.7%	4.2%
Ecart	-1.04%	-0.37%	-5.10%	-1.24%	-8.14%		
FDRN- AMUNDI (AMUNDI)	6.40%	2.28%	-7.39%	17.74%	17.74%	16.4%	3.1%
Ecart	-1.12%	-0.47%	-1.59%	4.06%	4.06%		
FDRN LFP (LFP)	4.07%	1.61%	-9.40%			9.8%	9.1%
Ecart	-3.44%	-1.14%	-3.60%				
FDRN Emergents ODDO (ODDO AM) (7)	2.97%	6.64%	-5.59%			11.9%	14.4%
Ecart	-4.55%	3.89%	0.21%				
EMTN Epsilon SGOE (Lyxor)	-0.53%	-3.66%				12.5%	
Ecart	-0.59%	-3.87%					
50% DJES Large + 50% JPM EMU	7.52%	2.75%	-5.80%	13.68%	13.68%	18.9%	
Fonds alternatifs / BMTN:							
BMTN MILLENIUM BNP MASTER (BNP Eqty&D)	-0.65%	-4.88%	-3.66%			9.4%	10.5%
Ecart	-0.72%	-5.09%	-4.55%				
AMUNDI BALZAC (AMUNDI)	1.35%	0.06%	-4.32%			6.2%	6.8%
Ecart	1.29%	-0.14%	-5.20%				
100% EONIA	0.06%	0.20%	0.88%			0.0%	

Source : AON HEWITT.

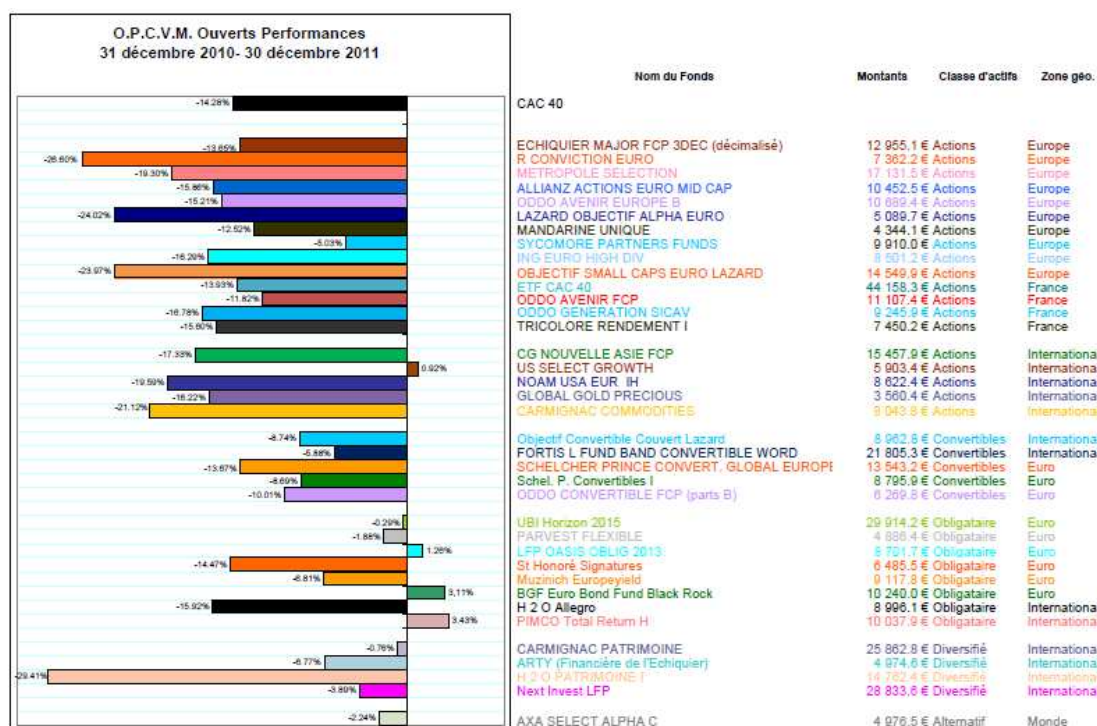
[188] La vision convoquée par ce reporting affiche ainsi un biais court-termiste certain.

Réponse de l'organisme : Dans la mesure où les reportings font mention des performances à 3 ans et 5 ans, et depuis la création des fonds, le biais court-termiste imputé à ces reportings apparaît comme infondé.

Observation de la mission : Les mesures de performances à 1 semaine, 1 mois et 3 mois sont également présentes et sont les plus commentées en commissions des placements. Les mesures de risques ne sont que peu développées et pour ce qui est des mesures quantitatives correspondantes (volatilité, tracking error), ces dernières sont données qu'à 20 semaines et à 1 an. Observation maintenue.

[189] Enfin une dernière partie met l'accent sur le portefeuille géré par la caisse en direct. Une attention particulière est portée à la performance des OPCVM ouverts et à la répartition sectorielle des titres détenus en direct.

Schéma 1 : Performance des OPCVM ouverts détenus par la CRN fin 2011



Source : AON HEWITT.

Tableau 21 : Actions détenues par la CRN à fin 2011

Secteur	Poids des actions	Prix de revient global	Valeur boursière globale	+/- valeur latente
Biens de consommation personnelle	21.32%	5 073 306.34	8 914 988.48	3 841 682.14
Assurances	2.08%	2 039 592.64	870 570.02	-1 169 022.63
Banques	3.84%	3 424 722.37	1 607 624.20	-1 817 098.17
Services Financiers	1.37%	500 671.60	573 040.00	72 368.40
Biens et services de l'industrie	7.78%	928 107.67	3 254 400.00	2 326 292.33
Services aux collectivités	2.88%	2 910 801.60	1 205 476.00	-1 705 325.60
Distribution	6.08%	2 985 604.54	2 540 933.20	-444 671.34
Energie	22.65%	7 755 926.57	9 473 760.00	1 717 833.43
Construction et matériaux	11.01%	7 110 412.70	4 605 110.00	-2 505 302.70
Technologie	4.92%	2 473 221.74	2 059 120.00	-414 101.74
Santé	3.39%	1 174 689.77	1 418 750.00	244 060.23
Chimie	8.12%	2 222 436.67	3 398 052.94	1 175 616.27
Télécommunications	2.18%	2 012 996.74	911 610.80	-1 101 385.94
Média	2.37%	1 472 562.18	990 310.52	-482 251.66
Total	100.00%	42 085 053.13	41 823 746.15	-261 306.98

Source : AON HEWITT.

[190] La mission note la présence de plusieurs ventilations des actifs de la caisse qui sont fonction du point de vue adopté. La ventilation selon une vision dite réglementaire classe les obligations convertibles et les BMTN structurés en obligations alors que la ventilation selon la vision « économique » reclasse les BMTN dans la catégorie de la gestion alternative. Cette nuance fait passer la part des produits de taux de 44 % (au 31 décembre 2011 et en valeur de marché) à 38 %. Dans cette version, les obligations convertibles, qui représentent 8 % du total, restent toutefois classées dans la catégorie des obligations. Un ultime tableau vient toutefois les reclasser en produits de « diversification » par analogie avec les fonds investissant à la fois en actions et obligations, ce qui peut se comprendre dans la mesure où les obligations convertibles sont exposées à ces deux marchés. Dans ce dernier cas, les obligations ne représentent plus que 30 % du portefeuille de la CRN au 31 décembre 2011. Pourtant, du point de vue réglementaire, les produits de taux doivent représenter au moins 34 % des actifs de la caisse.

Réponse de l'organisme : *La réglementation (article R623-10-1 du code de la sécurité sociale) prévoit notamment que la limite de « 34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que les actifs du 5° de ce même article » ce qui inclut notamment les BMTN.*

Observation de la mission : *La caisse se contente de répéter la réglementation. La mission rappelle que les BMTN sont comptabilisables dans le ratio de 34 % pour peu qu'ils soient admissibles.*

Réponse de l'organisme : *La CRN élabore chaque année un tableau qui présente une vue réglementaire de l'allocation. En effet, tous les OPCVM dédiés ou ouverts sont analysés en transparence et, répartis dans les catégories réglementaires. Cette ventilation est faite sur les fonds diversifiés et d'obligations convertibles. Pour les obligations convertibles, la CRN a retenu une approche de répartition par le delta de chaque fonds. A fin 2011, la répartition est la suivante : Obligations : 45,3%, Actions : 35%, Immobilier :19,4% FCPR : 0,3%*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[191] Un point global sur le respect des contraintes de gestion des fonds dédiés est ensuite réalisé. Sont ainsi identifiables les fonds qui dérogent à l'une ou l'autre des contraintes suivantes : ratios par émetteur, ratios d'emprise (par émetteur, emprunt d'espèces, prêt de titres, emprunt de titres), limites par « marché » (fixée par les conventions de gestion).

Tableau 22 : Vérification des contraintes de gestion

Ratio par émetteur	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Souverains	Réglementaire	OK	
Autres	Réglementaire	OK	

Ratio d'emprunt	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Par émetteur	Réglementaire	OK	
Emprunts d'espèces	Réglementaire	OK	
Prêts de titres	Réglementaire	OK	
Emprunts de titres	Réglementaire	OK	

Marchés	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Marchés actions Max/Min	Réglementaire	Warning	Film EDRAM (20.5%<35%)
Marchés taux Max/Min	Réglementaire	Warning	Film LFP (33.7%<35%)
rating	Réglementaire	Warning	CRN LFP Oblig (non noté), Hoche Obligations (Titres grecques CC et non noté)
Marchés convertibles	Contractuelle	OK	
Marchés à terme	Réglementaire	OK	
Marchés français	Réglementaire	OK	
Part OPCVM	Réglementaire	Warning	Acropole OC (43.4%>10%), Hoche Obligations (42.0%>10%)
Devise	Contractuelle	Warning	SDGE Actions SGAM (93.4%<100%), Mandarin Actions (89.3%<100%) et Acropole OC (97.2%<100%)
Liquidités	Contractuelle	Warning	Film Amundi (7.9%>2%), Film Emergence Oddo (11.4%>2%), Acropole OC (3.4% > 2%)

Sensibilité	Contractuelle / Réglementaire		Remarques
-------------	-------------------------------	--	-----------

Respect de la liste des OPCVM autorisés :

Source : AON HEWITT.

[192] Le *reporting* détaillé adopte une structure similaire à celle du *reporting* simplifié. Les différents points abordés sont :

- La revue des marchés ;
- Le résumé des **performances** ;
- Le *reporting* consolidé ;
- Le suivi de l'allocation et de la sensibilité ;
- L'attribution de **performance** sectorielle ;
- L'attribution de **performance** globale ;
- Le suivi des **performances** relatives mensuelles ;
- Le *reporting* détaillé des fonds.

[193] Même si le mot risque n'apparaît que peu dans les libellés des différentes parties du document et que les indicateurs restent court-termistes (volatilité à 20 semaines, ratio d'information à 1 an, coefficient bêta à 1 an) **le reporting détaillé de chaque fonds présente des éléments particulièrement utiles dans l'appréhension des risques auxquels la caisse est exposée. Il est dès lors regrettable que ce document ne soit plus distribué aux administrateurs ni même commenté.**

[194] Ce document fournit en effet des données d'exposition à la fois plus riches et plus précises que celle du *reporting* simplifié. Pour chaque fonds, les informations suivantes sont disponibles :

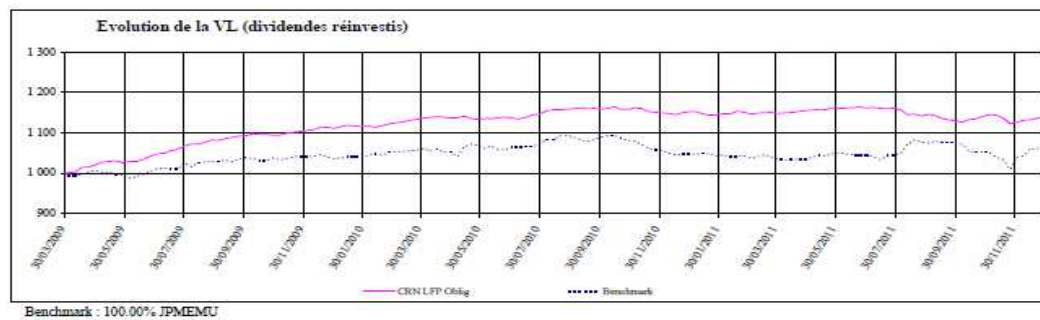
- Les 10 lignes les plus importantes ;
- L'exposition aux devises ;
- Ventilation des portefeuilles obligataires par notation et maturité des titres sous-jacents ;
- La décomposition des produits actions par pays et par secteur ;
- Les frais de gestion provisionnés ;
- Les alertes relatives aux contraintes des conventions de gestion non respectées.

Schéma 2 : Exemple du reporting détaillé du FCP CRN LFP OBLIG au 31/12/2011

Synthèse	
Valeur boursière hors OPCVM	42 302 053
OPCVM Monétaires	4 281 706
Autres OPCVM	0
Liquidités	-1 952 734
Frais de gestion provisionnés	191 581
Actif net	46 583 759
Nombre de parts	40 911
Valeur liquidative	1 138,66

Montants exprimés en euros

Performances	Fonds	Benchmark	Ecart
Hebdomadaire (depuis le 23/12/11)	0.23%	0.55%	-0.32%
Mensuelle (depuis le 25/11/11)	1.45%	5.66%	-4.21%
Trimestrielle (depuis le 30/09/11)	0.79%	-0.98%	1.77%
Annuelle (depuis le 31/12/10)	-1.19%	1.78%	-2.97%
Depuis le 20/03/09	13.87%	6.61%	7.25%
Volatilité 20 semaines	3.4%	8.0%	
Tracking Error	5.8%		



Exposition devises			
Devise	Expo	Devise	Expo
Euro	100.00%	Livre sterling	0.00%
US Dollar	0.00%	Franc Suisse	0.00%
Yen	0.00%	Autres Devises	0.00%

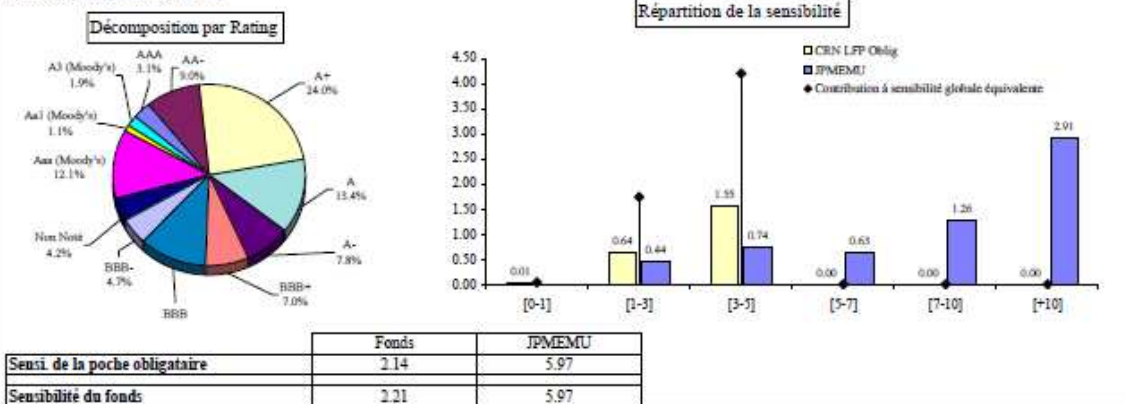
Portefeuille : **CRN LFP Oblig**
Gérant : **LFP**

Valorisation au : **30/12/2011**

Les 10 lignes les plus importantes du portefeuille

Titres	Cours	Quantité	Montant	% Total
ALLEMAGNE 0.25% 13/12/13	100.20	2 200 000	2 205 107	4.73%
FRANCE 3% 05-15	105.05	1 850 000	1 954 154	4.19%
BNP PARIBAS 2.875% 10-130715 EMTN	99.60	1 427 000	1 440 837	3.09%
KFW 1.5% 09-14 CV	109.49	1 200 000	1 321 686	2.84%
ABN AMRO BANK 3.25% 05-15 EMTN	104.36	1 200 000	1 263 545	2.71%
BOUYGUES 6 1/8% 2015	110.94	1 000 000	1 140 390	2.45%
EDF 5.125% 23/01/15 EMTN	108.66	1 000 000	1 135 142	2.44%
CASINO GP 5.50% 30/01/15 EMTN	104.74	1 000 000	1 098 502	2.36%
HSBC FRANCE 4.875% 15/01/14 EMTN	104.82	1 000 000	1 095 431	2.35%
CFCM 5.375% 09-220414 EMTN	103.50	1 000 000	1 072 762	2.30%
TOTAL			13 727 557	29.47%

Poche Produits de Taux



Contrôle effectué le : mercredi 04/01/12

Ratio par émetteur	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
	< 5% par entité	Réglementaire		
	< 10% par émetteur	Réglementaire	OK	
	< 40% par groupe	Réglementaire		

Ratio d'emprunte	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Par émetteur	< 10%	Réglementaire	OK	
Emprunts d'opérateurs	< 10%	Réglementaire	OK	
Prêts de crédit	< 10%	Réglementaire	OK	
Emprunts de titres	< 15%	Réglementaire	OK	

Marchés	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Marchés taux	Min : 0.00%	Réglementaire	OK (87.4%)	
	Rating >= A (S&P) à long terme	Réglementaire	Warning	BBB- et Non Noté
Fonds Communs de Créances	Rating >= AAA (S&P) à long terme	Contractuelle	OK	
Marchés à terme	Uniquement en couverture	Réglementaire	OK	
Marchés étrangers	Min : Aucune	Réglementaire	OK (56.3%)	
Devise	Mini Euro : 95.00%	Contractuelle	OK (100.0%)	
Liquidité	Maxi : valeur absolue < 2.00%	Indicatif	OK (0.0%)	

Sensibilité	Limite	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Maturités	8.00	Contractuelle	OK (2.21)	

Respect de la liste des OPCVM autorisés :

Orientations de gestion	
Titris	100.00% JPMEMU
Objectif du portefeuille	Valorisation à Long Terme

Source : AON HEWITT.

- [195] A noter que l'exposition par devise, par secteur et les « 10 plus grandes lignes actions » sont également disponibles pour le portefeuille consolidé de la caisse (i.e. par transparence).
- [196] **A ce titre, le secteur financier (banques et assurances) représente 18 % du portefeuille en valeur de marché fin 2011.**
- [197] Il est toutefois regrettable qu'une représentation de l'exposition sectorielle ne soit pas disponible pour l'ensemble du portefeuille consolidé vu par transparence. De même, les indicateurs gagneraient à être enrichis par l'évaluation de l'exposition aux 10 plus grandes lignes en agrégeant l'exposition aux différents titres (actions, obligations, BMTN...);

Réponse de l'organisme : *La répartition sectorielle de l'ensemble du portefeuille consolidé apparaît en page 8 du reporting mensuel détaillé. En effet, le portefeuille consolidé comprend les fonds dédiés décomposés en transparence ainsi que le portefeuille géré en direct (titres détenus en direct et OPCVM ouverts).*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

Réponse de l'organisme : *L'exposition des 10 plus importantes lignes du portefeuille consolidé est présente en page 8 du document.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

- [198] En matière immobilière, le reporting fait état du poids de l'immobilier dans le portefeuille global de la caisse et pour chaque section/régime mais en reste là sur la question des placements immobiliers.

2. EN DEPIT DE CETTE INFORMATION, LES DISCUSSIONS DE LA COMMISSION SE FOCALISENT SUR LA PERFORMANCE

- [199] La revue des comptes-rendus des commissions de placements font apparaître un biais dans les discussions en faveur de la performance. **En effet, si les rendements sont analysés et suivis mensuellement fonds par fonds, les points relatifs à la gestion actif-passif, à la maîtrise des risques ou au respect de la réglementation sont plus rares. De fait, certaines décisions ne sont motivées que par la performance (cf. infra) alors qu'une analyse faisant intervenir des considérations relatives aux besoins des régimes, aux risques encourus ou à la réglementation aurait pu conduire à des décisions différentes.**
- [200] L'exemple suivant, tiré de la séance du 16 février 2006 est édifiant en la matière : « *un échange de vues s'instaure entre les administrateurs, et il est décidé, au vu des documents distribués sur ces gérants, de retenir ODDO compte tenu des performances obtenues ces trois dernières années et de leur régularité* ». L'analyse est entièrement rétrospective, se fonde sur un historique particulièrement court – donc peu représentatif – et n'aborde pas la question des modes de gestion ni des risques.
- [201] Le consultant de la société AON HEWITT, Monsieur PUCHE à l'époque, affirme lors de la séance du 16 mars 2006 que « *la sensibilité globale des produits de taux est de 2,24 ; cela veut dire que si les taux montent de 1 % alors le portefeuille de la CRN baisserait de 2,24 %. Le Président pose alors la question de savoir s'il ne conviendrait pas de baisser fortement la sensibilité pour une grande part des 300 millions d'euros d'obligations détenus par la CRN. Monsieur PUCHE indique que les gérants sont autorisés à baisser la sensibilité à 0 et donc de se protéger contre une remontée des taux* ».
- [202] La manière dont est traité le sujet de la valorisation des actifs obligataires au cours de la séance du 16 mars 2006 est particulièrement éclairante. La question de la pertinence de ces

placements au vu des besoins des régimes n'est pas traitée et le sujet de la sensibilité n'est abordé qu'au travers du prisme de la comptabilité.

[203] La caisse d'inquiète de la nécessité de devoir passer une provision pour dépréciation si les taux venaient à monter. Or, il est utile de rappeler ici que, mis à part le cas du défaut de l'émetteur, un des intérêts d'une obligation est de connaître, dès sa souscription, l'ensemble des flux et donc le rendement de l'opération. La connaissance des flux, liée à la structure de ces produits, est une propriété qui fait des obligations un outil privilégié d'adossement de l'actif aux besoins des régimes. Très concrètement, de ce constat découle le fait que des engagements à long terme nécessitent la souscription d'obligations de longue maturité. Par définition, la sensibilité de ces obligations est importante dans la mesure où cette dernière est égale, à peu de choses près, à la *duration* de l'obligation. Autrement dit, la sensibilité de 2,24 qui semble effrayer la caisse et son conseiller suggère que la *duration* moyenne des obligations est de l'ordre de 2,5 à 3 années, ce qui paraît faible pour un investisseur de long terme tel que la caisse. Qui plus est, une situation de « *sensibilité 0* » telle que mentionnée par le compte-rendu est équivalente à une absence d'exposition aux actifs obligataires. Acheter des obligations tout en ne souhaitant pas y être exposé peut étonner.

[204] Le biais que semble présenter la caisse en matière de performance se retrouve également dans le processus de sélection des OPCVM. Lors de la séance du 10 juin 2009, « *Monsieur DU PENHOAT [AON HEWITT] présente alors le document que la société HEWITT a préparé et rappelle les critères recherchés pour effectuer la sélection des fonds : actif sous gestion de plus de 70M€, « track record » de plus de 5 ans et **performances** appartenant au 1^{er} quantile de l'univers des fonds actions US sur un horizon de 3 et 5 ans* ». Un simple filtre automatique permettrait donc de choisir de manière pertinente des fonds.

Réponse de l'organisme : *La sélection de fonds se base sur un filtre quantitatif en fonction des performances des OPCVM de l'univers, mais également sur la volatilité de ces fonds ainsi que sur une analyse qualitative (process de gestion, équipe, contrôle des risques, etc.). L'utilisation d'un tel filtre a pour but de retenir, en toute objectivité, les meilleurs fonds.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[205] De même, l'extrait suivant de la commission du 9 juillet 2009 présente une analyse du représentant d'AON HEWITT dans laquelle ce dernier laisse entrevoir l'importance du facteur « risque » face à l'espérance de rendement : « *cependant, l'Etat ne laissera pas ces sociétés faire faillite. Aussi, il ne faut pas trop craindre d'investir sur des obligations à haut rendements émises qui offrent des performances de 12 à 13 %. Ce sont sur ces types de produits que la CRN investi chez ODDO il y a maintenant près d'un an. Le rendement est annuel attendu est de 15 % par an sur trois ans s'il n'y a pas de défaut* ».

[206] Bien que quasi inexistante, l'analyse de risques parvient tout de même à être fausse. Le représentant de la société AON HEWITT omet en effet que, mis à part le défaut, il existe des cas de restructuration comme on a pu le constater par la suite avec le cas grec.

Réponse de l'organisme : *La CRN demande aux analystes crédits des sociétés de gestion de sélectionner les titres de crédit. Aussi, les obligations que la CRN détient en direct ont toutes été proposées sur le conseil de gestionnaires financiers via un mandat de gestion. En outre, investir sur des émissions crédit permettait de diviser le risque en termes de concentration par rapport aux dettes souveraines dont les risques de dégradation étaient difficilement contrôlables à l'époque et dont les spreads pouvaient varier de façon importante en fonction du « stress » des marchés financiers.*

Observation de la mission : *La caisse ne répond pas à l'observation qui est maintenue.*

3. LA PART FAITE AUX BESOINS DE FINANCEMENT DES REGIMES, AUX RISQUES ENCOURUS ET AU RESPECT DE LA REGLEMENTATION DEPEND FORTEMENT DU CONSULTANT

3.1. *Entre 2007 et 2011, les discussions relatives aux besoins des régimes tombent en déshérence*

- [207] La question des besoins des régimes au sens large est abordée par le consultant lors des commissions des placements. Néanmoins, la fréquence et la profondeur avec lesquelles le sujet est abordé dépend fortement du consultant en question.
- [208] Au cours de la période sous revue, La CRN a connu trois consultants différents. Le premier, M. PUCHE a quitté ses fonctions en septembre 2006. Son remplaçant, M. BERCHEM était particulièrement intéressé par la question de l'adossement des actifs aux besoins des régimes. Toutefois, ce dernier n'interviendra que trois fois en commission financière avant que la caisse ne demande à AON HEWITT de le remplacer. C'est le cas, à compter de décembre 2006, par M. DU PENHOAT.
- [209] A la lecture des comptes-rendus des commissions de placement, les références aux besoins des régimes se font de moins en moins présentes au fur et à mesure que le temps passe.
- [210] Au cours de la séance du 6 avril **2006**, M. PUCHE rappelle que « pour la section C, les réserves doivent permettre de lisser les chocs démographiques et se prémunir d'un retournement éventuel du marché ». Il ajoute que « pour la section B, il s'agit d'accroître à moyen et long termes le taux de couverture des engagements. Dans ces deux sections, il faut donc s'assurer de la bonne adéquation des flux avec un rendement des actifs qui permette d'assurer à court, moyen et long termes une revalorisation des retraites servies autour du niveau de l'indice des prix. Il s'agit également, par une bonne répartition des actifs de la CRN, de minimiser le risque de moins-value. Ensuite Monsieur PUCHE présente diverses classes d'actifs et leurs caractéristiques en termes d'actifs-passif. » La question qui se pose est la détermination de « la combinaison d'actifs qui optimise sur courte et longue périodes la couverture du passif ? Après différentes échanges, Monsieur PUCHE fait une analyse détaillée sur l'allocation stratégique d'actifs vers laquelle la CRN devrait tendre compte tenu de l'horizon de placements. Pour les deux Sections, il ne devrait pas être nécessaire de « tirer » sur les réserves de la CRN dans les 10 prochaines années. En effet, le résultat technique devrait rester positif sur cette période. En première conclusion, Monsieur PUCHE indique, toute chose étant égale par ailleurs, que l'allocation actuelle augmente le taux de couverture de près de trois ans dans 95% des cas. En revanche, dans 5 % des cas, elle diminuera de près d'un an d'ici 2015. [...] Dans la section C, l'allocation d'actif qui présente l'un des meilleurs rapports risques/rendements est théoriquement de 20 % pour l'immobilier, 41 % pour les produits de taux, 29 % pour les actions euros et 10 % pour les actions Japon alors qu'aujourd'hui elle est de 2 % immobilier, 50 % produits de taux, 45 % actions euros, 2 % actions US et 1 % actions Japon ».
- [211] Lors de la séance du 14 septembre **2006**, M. PUCHE est remplacé par M. BERCHEM. Ce dernier, dès sa première venue souligne « la sous représentation des obligations indexées sur l'inflation et enfin il s'étonne de l'importance des fonds diversifiés dans le portefeuille de la CRN considérant que peu de société de gestion savent gérer et piloter avec qualité tant les obligations, les actions que l'allocation d'actifs ». Alors que M. BERCHEM fait partie de la même société que son prédécesseur, il ne semble pas être sur la même ligne que ce dernier et désapprouve en partie l'allocation retenue. Il ressort que le son de cloche peut être radicalement différent entre deux personnes de la même société. **Ce fait remarquable traduit l'importance et l'influence du conseiller financier.**
- [212] A la séance du 19 octobre 2006, « Monsieur BERCHEM fait observer que la société HEWITT a pris contact avec les gérants qui ne respectent pas complètement leur cahier des charges afin qu'ils corrigent leur position. Il fait ensuite quelques commentaires sur la gestion de la CRN et la répartition de ses actifs :

- *très faible diversification géographique du portefeuille action ;*
- *sous-représentation des obligations indexées sur l'inflation ;*
- *la combinaison de mandats généraliste et spécialiste se justifie-t-elle ?*
- *gestion active ou passive pour les différents mandats ;*

- [213] [...] Monsieur **BERCHEM** présente alors la démarche d'allocation d'actif qu'il conviendrait de suivre [...]. Monsieur **BERCHEM** précise qu'il faut **d'abord définir les objectifs financiers de la CRN** : quel résultat financier sera jugé comme un succès ou un échec ? Sur quel horizon de temps ? Il propose que ce soit l'atteinte d'un niveau de couverture de 100 % des passifs d'ici 10 ans pour la tranche B et pour la tranche C de disposer d'un niveau d'actifs équivalent à 8 années de paiement de prestations d'ici 10 [...]. Il indique que l'évolution de la démographie, pour une section en réparation pure comme la section C, est l'un des paramètres important à prendre en compte ».
- [214] Le 16 novembre 2006, « Monsieur **BERCHEM** propose, pour la détermination des objectifs d'investissement, de reprendre l'approche présentée lors de la dernière séance, notamment sur le travail de modélisation avec tout d'abord en étape 1, **la construction des différents profils de risque efficients, niveau maximum de rendement espéré pour chaque niveau de risque, puis en étape 2, la détermination du profil de risque optimal** ».
- [215] Les recommandations de M. **BERCHEM** resteront lettre morte et, à la séance du 14 décembre 2006, M. **BERCHEM** a été remplacé après seulement trois apparitions.
- [216] **Il faut alors attendre la séance du 11 janvier 2011 pour relever des références aux besoins des régimes** : « les administrateurs échangent ensuite sur l'allocation d'actifs de chacune des sections C et B. La section C dispose d'actifs importants alors qu'il s'agit d'un régime en répartition pure. Les administrateurs déplorent que la performance des actifs de la section B soit aussi faible tant pour nos actifs immobiliers que financiers. Cette situation est d'autant plus regrettable que seuls les 2/3 des engagements de la section B sont couverts par des réserves. »
- [217] Lors de la séance du 10 mars 2011, « le directeur indique qu'une démarche d'allocation d'actifs sera engagée au cours du dernier trimestre de l'année comme le prévoit le règlement financier ».
- [218] **Il n'est alors pas surprenant que le rapport exigé par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale n'est jamais été rédigé.**

3.2. ***Si en 2006 le consultant de l'époque alerte la commission sur les risques et la conformité réglementaire, le dernier consultant incite la caisse à détenir des placements risqués et que la caisse ne serait pas autorisée à détenir en direct***

- [219] La revue des comptes-rendus des commissions des placements témoigne d'une détérioration de la volonté de la caisse de se conformer à la réglementation issue du décret de 2002. Cette volonté tient en grande partie au conseiller financier provenant de la société AON HEWITT.
- [220] Le 20 juillet 2006, lors d'une intervention d'un gérant d'OPCVM proposant d'utiliser des produits dérivés pour spéculer au sein de son fonds « le **Président CRESPEL** demande, avant de donner accord à cette proposition, d'examiner les performances d'**IXIS** sur ces types de support. Concernant l'achat de dérivés, **Monsieur PUCHE** indique que la réglementation l'interdit. Le président indique qu'il ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe ». Cet épisode réaffirme le rôle majeur du conseiller financier qui, aux yeux des membres de la commission, est le garant du respect de la réglementation. Sans l'intervention du conseiller, la commission aurait vraisemblablement donné son accord pour la souscription du fonds en question.

- [221] Au cours de la séance du 19 octobre 2006, la commission analyse la possibilité d'un investissement dans un OPCVM dont la gestion est assurée par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS. *« Monsieur LUC BERCHEM indique le produit a été examiné par la société HEWITT et qu'il **déconseille d'investir dans ce fonds** compte tenu des **prises de risques importantes** des gérants, des **frais de gestion élevés** et enfin qu'il **doute** qu'à l'avenir ce fonds puisse reconduire les bonnes performances passées. »*
- [222] Comme mentionné *supra*, trois mois plus tard, à la séance du 18 janvier 2007, M. BERCHEM, remercié dans l'intervalle, n'assiste pas à la commission. Au cours de cette séance, le fonds géré par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS est souscrit pour 5 M€. Le nouveau représentant d'HEWITT, M. DU PENHOAT *« souligne que ce fonds est géré par des professionnels expérimentés, que l'évolution des allocations, mois après mois, est extrêmement variable et a généré des performances robustes avec une faible volatilité depuis l'origine du fonds il y a trois ans. Il indique enfin qu'il serait opportun d'investir dans ce type de produits »*.
- [223] Etonnement, les arguments du précédent représentant d'HEWITT (frais de gestion élevés, prises de risques importantes) ne sont pas repris et les conseils prodigués par le consultant vont particulièrement loin : celui-ci va jusqu'à inciter la caisse à souscrire un fonds particulier.
- [224] Le représentant de la société AON HEWITT est supposé conseiller la caisse dans le respect de la réglementation. Or, il est évident que la caisse ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe selon les mots du Président CRESPEL lors de la séance du 20 juillet 2006.
- [225] **La caisse va ainsi jusqu'à insérer dans la quasi-totalité des conventions de gestions des fonds dédiés une mention citant le décret n°2002-1314 visant à faire respecter les dispositions de ce décret aux investissements logés dans les OPCVM. Pourtant, le dernier représentant de la société AON HEWITT incite la caisse à réaliser des investissements non autorisés de manière directe par le décret de 2002.**

Réponse de l'organisme : *Aon Hewitt dresse, tous les mois, pour la commission des placements un panorama des marchés mondiaux et fait quelques commentaires sur chacun des fonds dédiés. En outre, trimestriellement, Aon Hewitt commente le comportement des OPCVM ouverts dans lesquels la CRN a investi. Le cabinet de conseil est amené à suggérer des thématiques d'investissement, cependant, il n'incite pas à investir sur tel ou tel support, ni à prendre des risques ou investir sur un actif qui ne serait pas conforme à la réglementation.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

26 avril 2007 : Le consultant vente les mérites des **produits structurés** avec une sensibilité proche de 0 en expliquant qu'ils peuvent être classés en obligations.

14 juin 2007 : Il conseille la **gestion alternative**.

19 juillet 2007 : Sur la possibilité de souscrire le BMTN TURQUOISE II avec effet de levier de 200 % et garantie en capital émis par LYXOR, le conseiller déclare que « *LYXOR est une maison sérieuse avec une bonne expérience* » et conclut en affirmant et que ce produit est « *incontestablement intéressant* ». Bien que ne pouvant être contesté, il ressort des entretiens conduits par la mission que cet investissement est aujourd'hui perçu par la CRN comme une erreur au vu des fortes pertes engendrées.

11 juin 2008 : « Cette gestion [fonds VAR 8 de gestion alternative] donne des performances très décevantes depuis plus d'un an compte tenu de **paris sans succès sur la remonté du dollar** » La mission note qu'il est dans les stratégies de la caisse de parier sur la remonté du dollar américain.

11 décembre 2008 : Le représentant d'AON HEWITT propose de souscrire un *tracker* sur le **pétrole**.

9 juillet 2009 : « *Monsieur DU PENHOAT indique que la CRN devrait investir sur les pays émergents* ». Il ne mentionne pas la réglementation interdisant les investissements hors OCDE. Ni les risques associés.

9 octobre 2009 : « *M. MULLER indique que BNP EQUITIES AND DERIVATIVES propose d'ajouter l'or en tant que classe d'actif* ». Le conseiller ne mentionne pas que la détention d'or n'est pas permise directement par le décret de 2002.

10 décembre 2009 : « *Monsieur DU PENHOAT fait ensuite un commentaire sur les émergents et indique que c'est certainement une bonne thématique tant à moyen qu'à long terme. Cependant, il y aura certainement une forte volatilité* ». Le conseiller ne précise pas pourquoi la thématique est si bonne ni en quoi la forte volatilité n'est pas un problème pour la caisse. Il est vrai qu'en absence de politique de placement définissant l'appétence au risque de la caisse, analyser un niveau absolu de volatilité n'est pas aisé.

Même séance : « *les administrateurs décident de créer un fonds dédié diversifié émergent de 40 M€* ».

14 janvier 2010 : Le conseiller indique que « *l'or devient une thématique à examiner [...] Sur les dix dernières années, l'or a plus que triplé* ». Sans s'attarder sur le fait que la détention directe d'or n'est pas permise, on peut se demander en quoi l'argument mis en avant par le conseiller est pertinent. En quoi la détention d'or s'inscrit-elle dans la politique de placement de la caisse et répond aux besoins des régimes en matière de rentabilité et de sécurité ?

16 septembre 2010 : « *Le fonds présenté [par COMMODITIES AM] est investi sur les mines d'or, notamment en Amérique du Nord, Australie et Afrique du sud [hors OCDE]. Les performances de l'année sont de 30 %. [...] Après un large échange de vues, les Administrateurs décident d'investir 2 M€ sur ce fonds avec un objectif d'investir 5 M€ sur ce même fonds avant la fin de l'année si l'évolution est favorable* ».

9 novembre 2010 : « *Monsieur MULLER rappelle qu'il avait été décidé de passer deux ordres d'achat de 10 M€ chacun sur le nouvel indice **pétrole** DCI à un niveau de 71,10 et 66,10 dollars ; le seuil de revente étant fixé à + 10 % par rapport au niveau d'achat. Les seuils d'achat n'ayant pas été atteints, ces ordres n'ont pas été passés* ». Ces discussions traduisent une vision court termite visant à spéculer sur le cours du pétrole et non pas à investir dans la durée.

11 janvier 2011 : « *Monsieur DU PENHOAT indique que sur le mois de décembre, il fallait être placé sur les pays **émergents** et sur les **matières premières**. Les autres domaines ont été très pénalisés* ».

15 juin 2011 : L'investissement dans GLOBAL GOLD PRECIUS (mines d'or) affiche une

performance - 8,9% ce qui « *devient préoccupant* ».

22 septembre 2011 : « en un mois les actifs financiers de la CRN ont fondu de 111 M€, soit un recul de 18 % ». Ce recul est en partie dû au recul du dollar face à l'euro et traduit l'exposition non maîtrisée au **risque de change** par suite des importants investissements réalisés hors de l'union monétaire.

13 octobre 2011 : « *Maître AUBRY indique que l'on est très déçu par la performance des produits sophistiqués tels que les BMTN, ceux-ci ne répondent plus à nos attentes* ». Il est important de noter que cela ne conduit pas à une remise en cause du processus de sélection des produits.

Annexe 8 : Revue analytique des états détaillés de placement

[242] La CRN a fourni à la mission sous forme de fichiers Excel un état détaillé des placements (EDP) selon le modèle demandé et donnant la situation au 31/12 de chacune des années sous revue. La présente annexe documente l'analyse faite de ces états.

[243] On rappellera au tableau ci-dessous les catégories réglementaires sur lesquelles s'appuient les règles portant sur les placements.

Tableau 23 : Catégories réglementaires

1	Obligations et autres valeurs émises ou garanties : • 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°
0	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles situés sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE.
10	Parts ou actions des sociétés à objet strictement immobilier ayant leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE,
11	Prêts obtenus ou garantis par l'un des Etats de l'EEE, par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics de l'un des Etats de l'EEE.
12	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ayant leur domicile ou leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE
13	Dépôts

Source : Décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles et de certains régimes spéciaux et modifiant le code de la sécurité sociale et le code de l'aviation civile.

1. EVOLUTION GLOBALE DU PORTEFEUILLE

[244] Les règles de gestion retenues par la CRN font qu'il y a peu de différence entre valeur brute comptable, valeur nette comptable et valeur de réalisation. La CRN fait, en fin d'exercice, des « allers et retours » sur les fonds qu'elle détient de sorte qu'il y a peu d'écart entre valeur brute et valeur nette comptable. Elle applique les règles de dépréciations fixées par le PCUOSS de sorte qu'il y a peu de différence entre valeur nette comptable et valeur de réalisation.

Tableau 24 : Evolution du portefeuille (VBC, VNC, VR) (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute comptable	1 196,4	1 297,7	1 102,5	1 323,3	1 446,7	1 378,5
Dépréciations	-5,2	-5,3	-13,2	-6	-9,8	-22,8
Valeur nette	1 191,2	1 292,4	1 089,2	1 317,3	1 436,9	1 355,7
Plus values latentes	25,6	22,2	11,2	9	10,4	12,1
Valeur de réalisation	1 216,8	1 314,6	1 100,4	1 326,3	1 447,3	1 367,8

Source : Exploitation des EDP.

[245] La valeur du portefeuille a fortement décru en 2008 avant de rattraper en 2009 son niveau de 2007, puis de croître en 2010 avant de diminuer à nouveau en 2011.

Graphique 17 : Evolution du portefeuille (VBC, VNC, VR M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

[246] Ce portefeuille voit son *turnover* s'accroître avec le temps, comme le montrent à la fois :

- l'accroissement des achats et des ventes retracée au graphique ci-dessous, et
- celui du ratio $\frac{\text{achats} + \text{ventes}}{2 \times \text{valeur du portefeuille au 31/12}}$.

[247] Face à la crise, la caisse a adopté une gestion plus active.

Graphique 18 : Achats et ventes (M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

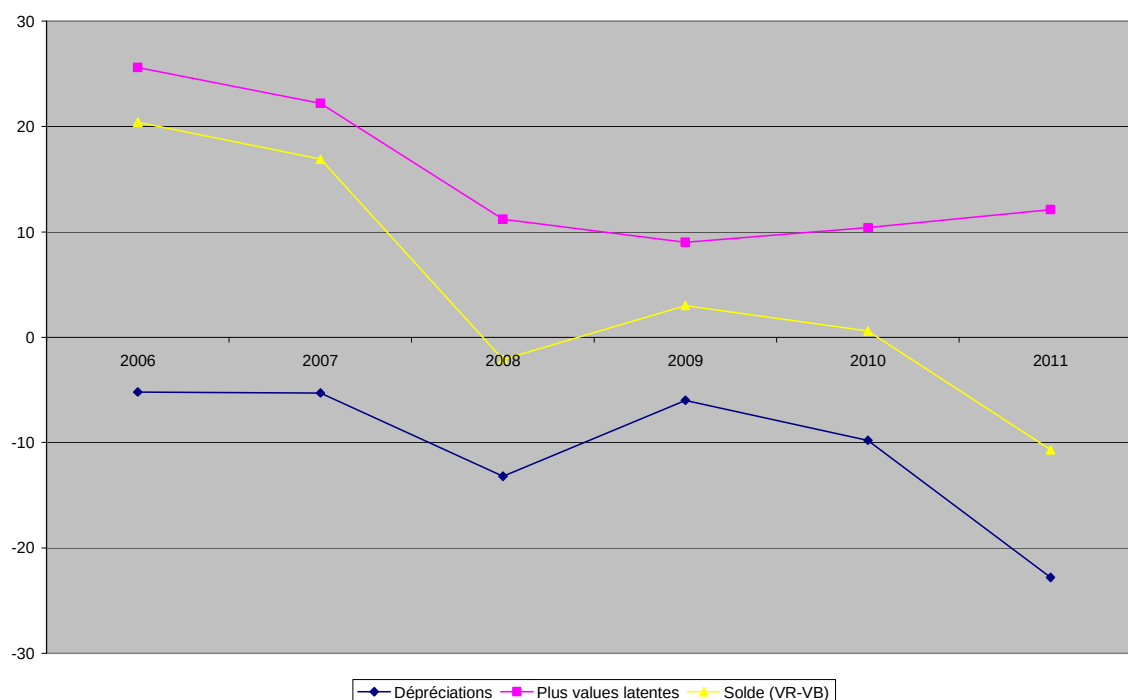
Tableau 25 : Achats ventes et ratio de rotation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Achats	1548,2	1927,1	1620,1	2254,7	2183	2256,1
Ventes	1429,7	1825,7	1815,3	2033,9	2059,5	2324,4
Taux de rotation	1,24	1,45	1,56	1,62	1,47	1,66

Source : Exploitation IGAS EDP.

[248] La crise financière conduit à la fois à des dépréciations plus importantes et à des plus values latentes moindres, de sorte qu'en 2011, pour la première fois sur la période, la valeur de réalisation du portefeuille est inférieure à sa valeur brute comptable.

Graphique 19 : Dépréciations, Plus values latentes, Ecart VR-VBC (M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

2. REPARTITION DU PORTEFEUILLE SELON LES CATEGORIES DU DECRET N°2002-1314 ET DE L'AMF

[249] L'analyse de la répartition du portefeuille est faite uniquement en valeur de réalisation compte tenu de la proximité avec les valeurs comptables.

2.1. Répartition selon les catégories du décret

Tableau 26 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret

M€		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Obligations souveraines	40	34	25	19	19	14
4	BMTN émis par des personnes morales autres que Etats de l'OCDE	0	93	107	108	132	103
5	OPCVM obligataires	326	249	192	257	215	257
6	FCPR					3	5
7	Actions	65	67	23	42	45	42
8	OPCVM actions	786	872	754	900	1034	947
Total		1217	1315	1100	1326	1447	1368

Source : Exploitation IGAS EDP.

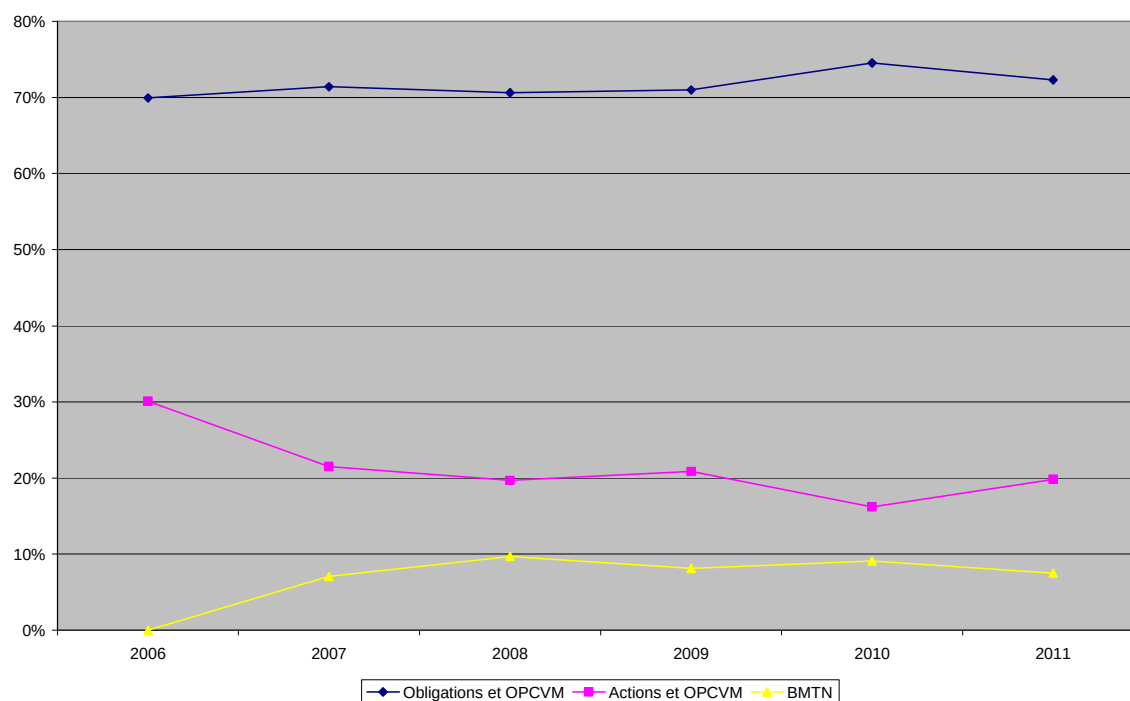
[250] Le portefeuille est essentiellement constitué d'OPCVM actions pour (70 % en 2011) et d'OPCVM obligataires (20 % pour la même année). L'évolution est marquée par la stabilité des actions, une diminution de la part obligataire et, à partir de 2007, un investissement conséquent en BMTN.

Tableau 27 : Répartition du portefeuille selon les catégories du décret

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Obligations souveraines	3 %	3 %	2 %	1 %	1 %	1 %
4	BMTN émis par des personnes morales autres que Etats OCDE	0 %	7 %	10 %	8 %	9 %	8 %
5	OPCVM obligataires	27 %	19 %	17 %	19 %	15 %	19 %
6	FCPR	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
7	Actions	5 %	5 %	2 %	3 %	3 %	3 %
8	OPCVM actions	65 %	66 %	69 %	68 %	71 %	69 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 20 : Répartition du portefeuille par catégorie du décret



Source : Exploitation IGAS EDP.

2.2. Décomposition par catégories AMF

[251] Outre la nature des actifs selon les catégories du décret la mission a demandé que soit mentionnées dans les EDP les catégories AMF ce qui donne une vision plus précise du contenu du portefeuille .

Tableau 28 : Evolution du portefeuille selon la nature et les catégories AMF (M€)

Nature		Classification AMF	2006	2007	2008	2 009	2010	2011
1	Obligations souveraines		39,9	34,1	24,8	19,4	19,5	14,2
4	BMTN	obligations et titre de créance euros		93,0	106,7	107,8	131,5	102,7
5	OPCVM obligataires							34,3
5		obligations et titre de créance euros	326,1	248,8	191,7	211,9	167,9	46,6
5		diversifiés				45,4	47,1	139,9
5		obligations et titres de créance internationaux						36,4
6	FCPR	actions françaises				0,3	2,5	5,0
7	Actions		64,9	67,3	22,8	41,5	44,9	41,8
8	OPCVM non obligataires		41,2	41,4	24,5	37,2	45,6	54,3
8		actions communauté européenne	22,3	20,9	32,5	17,1	61,6	74,2
8		actions françaises				8,2	8,3	7,5
8		actions internationales	28,2	31,9	28,0	46,2	63,8	48,8
8		actions zone euro	205,0	222,3	131,6	195,2	204,5	155,7
8		diversifiés	413,3	432,0	336,7	401,6	499,6	532,5
8		fonds alternatifs	19,5	60,4	69,8	80,6	82,0	5,0
8		monétaire euros	56,5	47,2	117,8	68,8	13,6	36,0
8		obligations et titre de créance euros		15,4	13,6	45,1	54,8	33,1
		total	1216,8	1314,6	1100,4	1326,3	1447,3	1367,8

Source : Exploitation IGAS EDP.

[252] Le tableau ci-dessous donne la répartition en pourcentage du portefeuille selon les catégories AMF.

Tableau 29 : Portefeuille par catégorie réglementaire et catégorie AMF (%)

Nature		Classification AMF	2006	2007	2008	2 009	2010	2011
1	Obligations souveraines		3,3 %	2,6 %	2,3 %	1,5 %	1,3 %	1,0 %
4	BMTN	obligations et titre de créance euros		7,1 %	9,7 %	8,1 %	9,1 %	7,5 %
5	OPCVM obligataires							2,5 %
5		obligations et titre de créance euros	26,8 %	18,9 %	17,4 %	16,0 %	11,6 %	3,4 %
5		diversifiés				3,4 %	3,3 %	10,2 %
5		obligations et titres de créance internationaux						2,7 %
6	FCPR	actions françaises	0,0 %				0,2 %	0,4 %
7	Actions		5,3 %	5,1 %	2,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
8	OPCVM non obligataires		3,4 %	3,1 %	2,2 %	2,8 %	3,2 %	4,0 %
8		actions communauté européenne	1,8 %	1,6 %	3,0 %	1,3 %	4,3 %	5,4 %
8		actions françaises				0,6 %	0,6 %	0,5 %
8		actions internationales	2,3 %	2,4 %	2,5 %	3,5 %	4,4 %	3,6 %
8		actions zone euro	16,8 %	16,9 %	12,0 %	14,7 %	14,1 %	11,4 %
8		Diversifiés	34,0 %	32,9 %	30,6 %	30,3 %	34,5 %	38,9 %
8		fonds alternatifs	1,6 %	4,6 %	6,3 %	6,1 %	5,7 %	0,4 %
8		monétaire euros	4,6 %	3,6 %	10,7 %	5,2 %	0,9 %	2,6 %
8		obligations et titre de créance euros		1,2 %	1,2 %	3,4 %	3,8 %	2,4 %
		Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

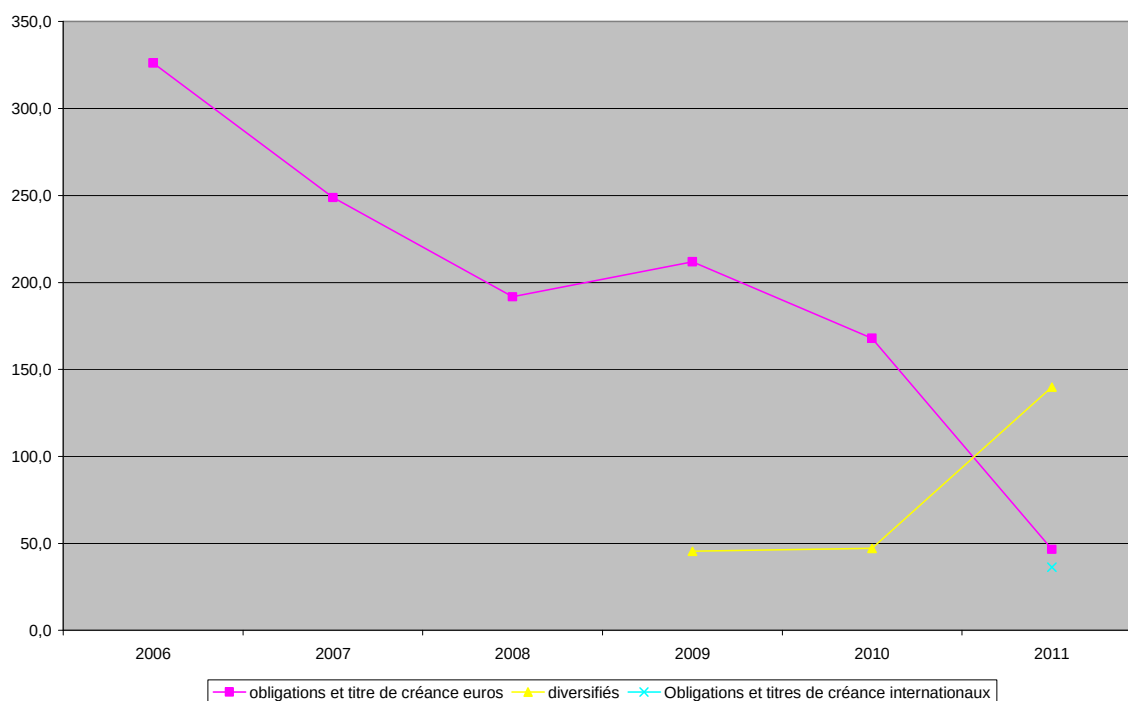
- [253] Cette présentation par catégorie AMF permet de mieux comprendre l'évolution des placements au sein des catégories réglementaires.
- [254] Les obligations détenues en direct sont des obligations souveraines, elles représentent une faible part du portefeuille et ont sensiblement diminué passant de 40 à 14 M€.
- [255] Les fonds obligataires ont évolué avec un transfert des fonds d'obligations et titres de créance en euros vers des fonds diversifiés et l'apparition, en 2011, de fonds d'obligations et de titres de créances internationaux.

Tableau 30 : Evolution des composantes de la catégorie 5 (fonds obligataires)

Classification AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Non fournie						34,3
Obligations et titre de créance euros	326,1	248,8	191,7	211,9	167,9	46,6
Diversifiés				45,4	47,1	139,9
Obligations et titres de créance internationaux						36,4
Total catégorie 5	326,1	248,8	191,7	257,3	215,0	222,8

Source : Exploitation IGAS des EDP.

Graphique 21 : Evolution des composantes de la catégorie 5 (fonds obligataires)



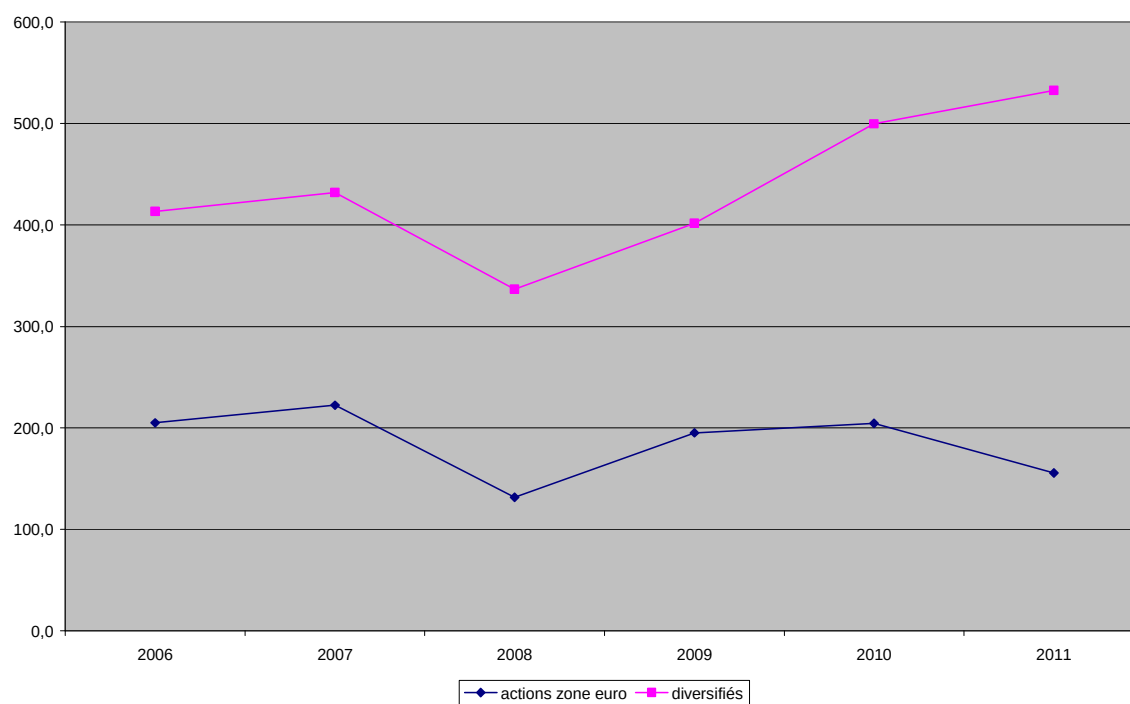
Source : Exploitation IGAS EDP.

- [256] Le portefeuille d'actions détenues en direct a été sensiblement réduit en 2009 avant de remonter en 2010 et 2011.
- [257] S'agissant des OPCVM non obligataires l'essentiel est investi dans des fonds actions de la zone euro et dans des fonds diversifiés. On note, en 2008 et 2009, une augmentation des fonds monétaires et, en 2010 et 2011, des actions de la communauté européennes hors zone euro.

Tableau 31 : Composition des OPCVM non obligataires (M€)

Classification AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Non fournie	41,2	41,4	24,5	37,2	45,6	54,3
Actions communauté européenne	22,3	20,9	32,5	17,1	61,6	74,2
Actions françaises				8,2	8,3	7,5
Actions internationales	28,2	31,9	28,0	46,2	63,8	48,8
Actions zone euro	205,0	222,3	131,6	195,2	204,5	155,7
Diversifiés	413,3	432,0	336,7	401,6	499,6	532,5
Fonds alternatifs	19,5	60,4	69,8	80,6	82,0	5,0
Monétaire euros	56,5	47,2	117,8	68,8	13,6	36,0
Obligations et titre de créance euros		15,4	13,6	45,1	54,8	33,1
Total	786,0	871,5	754,4	900,0	1033,9	947,0

Graphique 22 : Evolution fonds non obligataires actions zone euro et diversifiés (catégorie n°8)



Source : Exploitation IGAS EDP.

3. REPARTITION SELON LE MODE DE GESTION : MEME SI ELLE DEMEURE ESSENTIELLE LA PART DES FONDS DEDIES A DECRU

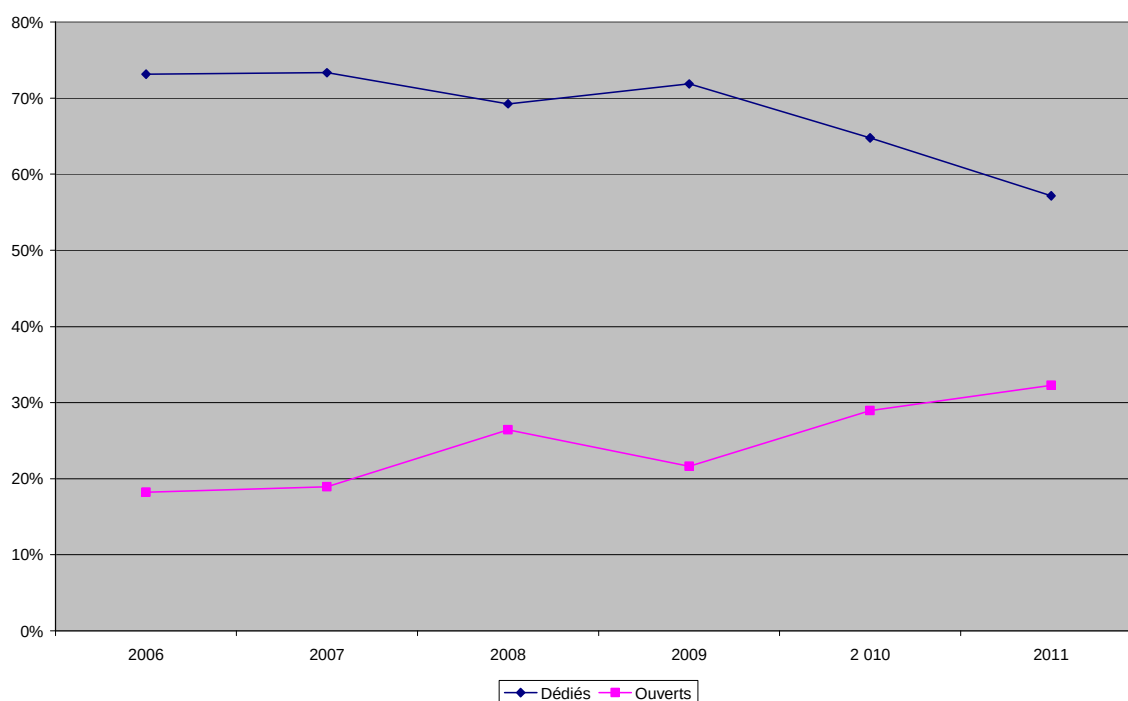
[258] Au regard des sommes gérées, les OPCVM représentent une part primordiale et stable sur la période d'environ 90 %. Par contre, si les fonds dédiés demeurent prédominants, ils voient leur part passer de 73 % en 2006 à 57 % en 2011 tandis que celle des fonds ouverts s'accroît.

Tableau 32 : Répartition des fonds

	2006	2007	2008	2009	2 010	2011
% dédiés	73 %	73 %	69 %	72 %	65 %	57 %
% non dédiés	18 %	19 %	26 %	22 %	29 %	32 %
% OPCVM	91 %	92 %	96 %	94 %	94 %	89 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 23 : Part des fonds ouverts et dédiés dans le total des placements



Source : Exploitation IGAS EDP.

[259] Le nombre de fonds s'accroît sensiblement, y compris pour les fonds dédiés qui pourtant recueillent des sommes moins importantes.

Tableau 33 : Nombre de fonds

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Fonds dédiés	14	19	21	22	20	19
Fonds non dédiés	35	43	41	46	44	55
Total	49	62	62	68	64	74

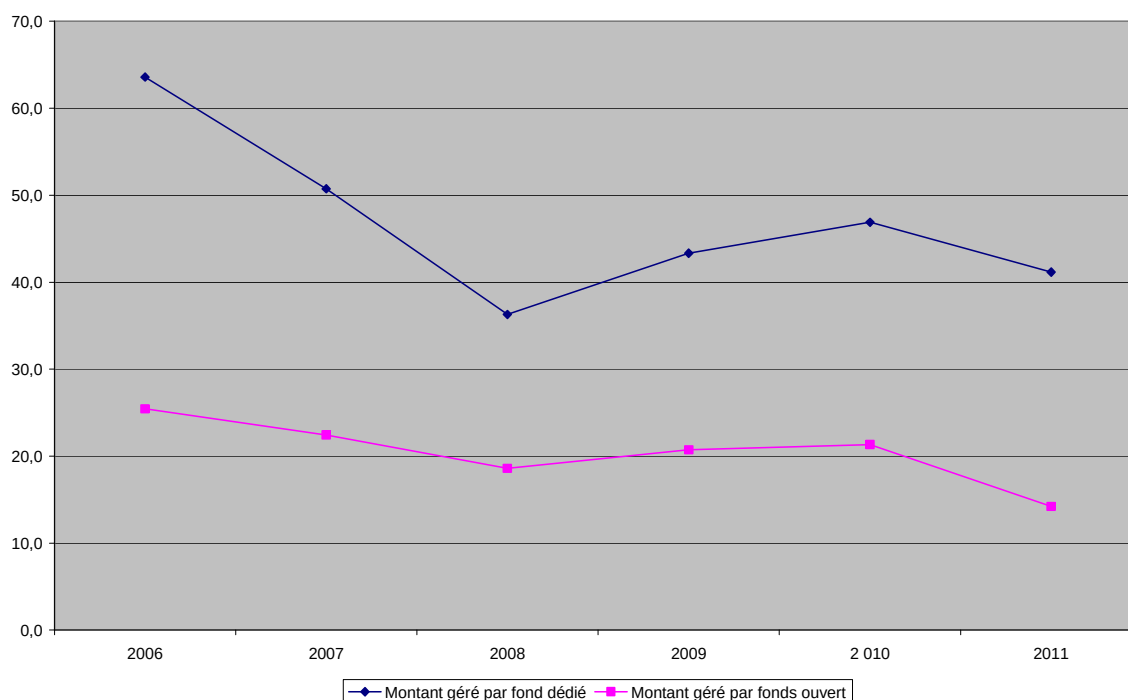
Source : Exploitation IGAS EDP.

Tableau 34 : Montant moyen géré par fonds (M€)

	2006	2007	2008	2009	2 010	2011
Total fonds dédiés	890,0	964,0	762,0	953,1	937,7	781,8
Nombre fonds	14	19	21	22	20	19
Montant par fonds	63,6	50,7	36,3	43,3	46,9	41,1
Total fonds ouverts	222,1	249,2	290,8	312,3	445,2	530,0
Nombre de fonds ouverts	35	43	41	46	44	55
Montant par fonds	25,4	22,4	18,6	20,7	21,3	14,2

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 24 : Evolution de la part de la valeur de réalisation selon la taille du fonds



Source : Exploitation IGAS EDP.

4. LA CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE A DECRU

[260] A partir des EDP, il est possible de stratifier le portefeuille selon la valeur du titre ou du fonds détenu. Cette analyse montre une diminution de la concentration du portefeuille particulièrement marquée en 2008 mais qui se maintient sur la période par rapport à la situation initiale.

[261] On note toutefois qu'un fonds dépasse jusqu'en 2011 100 M€ et représente à lui seul 10 % de la valeur de réalisation.

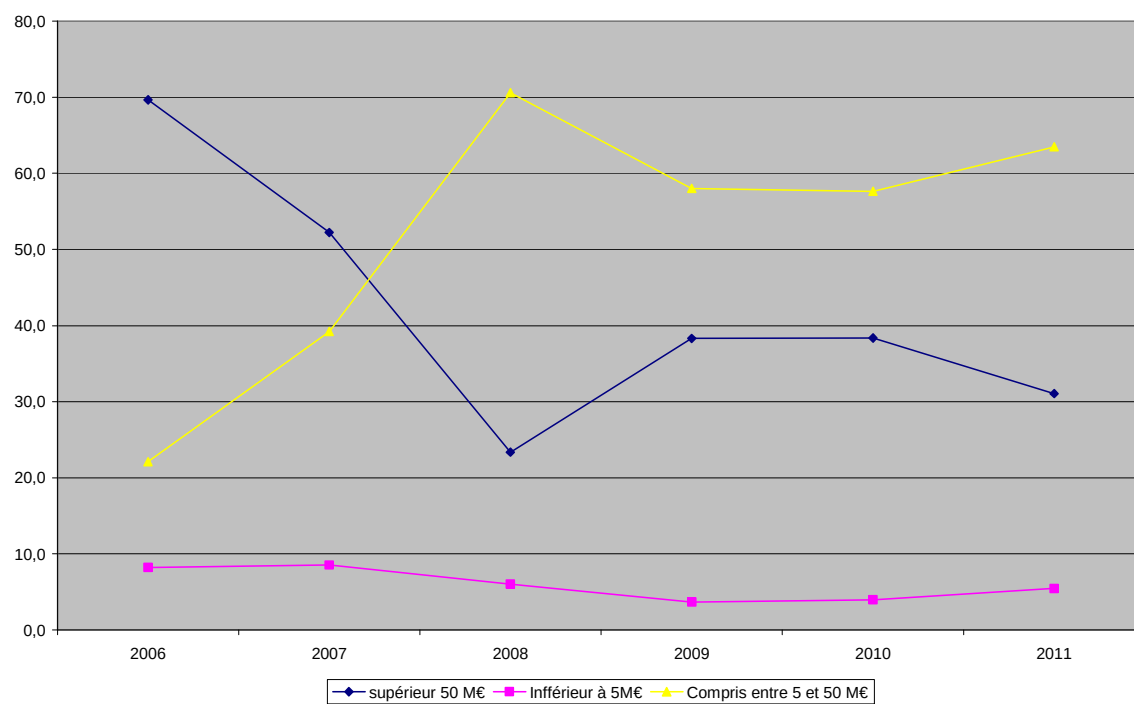
Tableau 35 : Part du portefeuille selon le montant du titre ou du fonds (valeur de réalisation (M€))

De	à	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inférieur à 0,5		1,0	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2
0,5	1	1,5	1,0	1,1	0,7	0,5	0,7
1	5	5,8	6,6	4,5	2,7	3,3	4,5
5	10	6,7	5,7	5,7	7,3	6,7	11,6
10	50	15,4	33,6	64,9	50,7	51,0	51,9
50	100	59,4	42,5	11,5	27,6	28,6	31,1
Supérieur à 100		10,3	9,7	11,9	10,7	9,8	0,0

Source : Exploitation IGAS EDP. Lecture les titres ou fonds dont le montant est inférieur à 500.000 euros représentent en 2006 1 % du portefeuille en valeur de réalisation et en 2011 1,2 % ; les titres ou fonds dont le montant est compris entre 10 et 50 M€ représentent en 2006 15,4 % du portefeuille en valeur de réalisation et en 2011 51,9 %.

[262] La part des fonds ou titres inférieurs à 5 M€ diminue depuis un niveau inférieur à 10 % la part de ceux de plus de 50 M€ est passée de 70 % à 30 % de la valeur de réalisation, tandis que celle des fonds compris entre 5 et 50 M€ passe de 20 à plus de 60 %.

Graphique 25 : Evolution part du portefeuille selon le montant du titre ou du fonds (%)



Source : Exploitation IGAS EDP.

Annexe 9 : Analyse juridique et technique des OPCVM dédiés

[263] La gestion financière des réserves de la CRN est marquée par un recours important aux OPCVM. Ceux-ci peuvent être soit dédiés à la CRN, soit ouverts à tout investisseur. Etant donné sa surface financière, la caisse est en mesure de négocier les conditions d'une gestion sur mesure avec les sociétés spécialisées en la matière. De fait, la CRN a largement recours aux OPCVM dédiés.

[264] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM (71 fonds à fin 2011 dont 16 sont dédiés), la mission s'est attachée à l'examen des documents (prospectus, règlement, convention de gestion, inventaires) décrivant les objectifs, les modes de gestion, les contraintes et le contenu des OPCVM dédiés. Fin 2011, les OPCVM dédiés représentent 58 % de la valeur nette comptable des actifs financiers hors immobilier. Aussi, la mission a retenu dans son échantillon l'ensemble des fonds dédiés.

Tableau 36 : Inventaire des OPCVM dédiés sondés par la mission (M€)

Code ISIN	Désignation du titre	Nom de la contrepartie	Valeur nette
FR0007451257	HOICHE OBLIGATIONS	BNP PARIBAS	91,7
FR0007059969	FDRN AMUNDI	AMUNDI	73,0
FR0007059753	FDRN ODDO	ODDO AM	66,3
FR0010455949	CAZAM BALZAC	AMUNDI AM	65,5
FR0010605832	CRN MANDARINE ACTIONS FCP	MANADRINE GESTION	65,0
FR0007060199	CRN ACROPOLE OC	ACROPOLE AM	62,1
FR0010736603	CRN LFP OBLIG	LA FRANCAISE AM	46,6
FR0010060004	CRN AMUNDI ACTIONS	AMUNDI	42,7
FR0010868372	FDRN Emergents ODDO	ODDO AM	41,4
FR0007003504	HOICHE CONVERTIBLES	BNP PARIBAS	40,4
FR0117593196	BMTN MILLENIUM BNP MASTER	BNP PARIBAS	37,0
FR0011006451	EMTN EPSILON SOGE	SOCIETE GENERALE	32,5
FR0011147461	CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE	SCHELCHER	30,4
FR0007059951	FDRN AIM	AXA	29,5
FR0010929752	FDRN-EDRAM FLEXIBLE	E. DE ROTHSCHILD AM	28,2
FR0010517839	FDRN LFP	LA FRANCAISE AM	27,5
FR0010146407	CRN CCR ACTION	UBS	Liquidé
FR0010806901	LYXOR ALPHA Accelerator	LYXOR AM	Liquidé
FR0010525857	FDRN HDF	HDF	Liquidé
	TOTAL		780,0

Source : CRN, Etat détaillé des placements.

[265] Pour mémoire, fin 2011, la valeur nette comptable des placements de la CRN s'élève à 1 476,6 M€.

[266] S'il peut être délicat, voire impossible, pour un investisseur d'avoir une influence sur le prospectus d'un fonds ouvert, il en va tout autrement des fonds dédiés pour lesquels la caisse dispose des marges nécessaires pour imposer ses contraintes. Ce point explique le tropisme de la mission en faveur des fonds dédiés.

Les documents relatifs au fonds dédiés sont conservés à l'agence comptable au sein de trois classeurs. Chacun de ces classeurs correspond à une typologie identifiée par la caisse (actions, obligataires et convertibles, diversifiés) qui peut être distincte de la classification AMF de l'OPCVM.

1. LES OPCVM DIVERSIFIES

1.1. FCP FDRN-AMUNDI (FR0007059969)

[267] Les éléments suivants figurent dans le dossier :

- La convention de gestion du fonds FDRN SGAM **non datée et non signée** ;
- Les avenants n°1 à 5 à la convention de gestion du fonds FDRN SGAM ;
- Le prospectus complet et le prospectus simplifié de FDRN SGAM ;
- La convention de gestion du fonds FDRN AMUNDI (qui remplace FDRN SGAM) du 15 avril 2011 qui annule et remplace la précédente convention.

[268] Le fonds a été agréé le 23 mai 2001 par l'Autorité des Marchés Financiers et a été créé le 8 juin 2001. Suite à la création d'AMUNDI GROUP, issu du rapprochement des activités de gestion d'actifs des sociétés CREDIT AGRICOLE et SOCIETE GENERALE., la gestion du fonds a été transférée à AMUNDI à effet du 1^{er} janvier 2011.

[269] **Les articles de la convention de gestion du fonds FDRN AMUNDI sont représentatifs des « articles types » que l'on retrouve dans la majorité des conventions de gestion de la CRN.**

[270] La convention est conclue pour une durée d'un an renouvelable par tacite reconduction et est peut être dénoncée à tout moment par LRAR. Le préavis est de trois mois pour le gérant du fonds.

[271] La convention prévoit un dispositif de contrôle : *« la Société de Gestion permet, dans le cadre de la gestion du fonds, un contrôle direct et sur place par la CRN ou tout organisme mandaté par ce dernier, pour autant que cet organisme ne soit ni une société de gestion, ni une entité d'un groupe ayant pour filiale une société de gestion »*. *« La CRN doit avoir accès, sur simple demande, à tous les documents afférents à la gestion du Fonds »*. *« Entre autre, cette exigence de transparence s'applique notamment à la possibilité pour la CRN d'avoir accès à tout avis d'opéré afférent à la gestion du fonds, ainsi qu'aux cours de bourse du jour ou les ordres ont été passés »*.

[272] La rémunération est également encadrée par une clause type. Cette rémunération comprend la gestion financière, le coût des informations et comptes tenus. Cette commission est provisionnée à chaque calcul de la valeur liquidative et est prélevée directement sur le compte espèces du fonds. **Elle ne comprend pas les frais liés aux opérations et aux conditions d'intermédiation, la rémunération de la gestion administrative et comptable, les frais de dépositaires, et les honoraires de commissaire aux comptes prélevés en sus sur le compte du fonds.**

[273] Sont interdites les formes de « rémunération indirecte » non négociées, du type :

- courtage hors norme de place ;
- rotation exagérée du portefeuille ;
- marges hors fourchettes sur les taux et prix de marché ;
- mise en portefeuille de titres dont l'évaluation demeure incertaine ;
- rémunération de la partie investie en OPCVM.

- [274] La gestion du fonds s'inscrit dans un horizon à long terme (10 ans), son objectif est « l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes ».
- [275] Règles d'investissement sont mentionnées en annexe. Les points saillants sont les suivants :
- horizon d'investissement supérieur à 5 ans ;
 - l'objectif assigné à la gestion est « *l'optimisation des performances sur l'horizon de gestion prédéfini et dans le cadre des contraintes des gestions et des marges de manœuvres définies dans la présente annexe* » ;
 - **les marges de manœuvre laissées à la gestion sont une exposition actions comprise entre 20 % et 80 % et une exposition aux produits de taux comprise entre 20 % et 80 % du portefeuille ;**
 - le fonds est composé, à hauteur de 80 % au minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'Espace Economique Européen (EEE) ;
 - pour la partie obligataire, le fonds pourra investir à hauteur de 30 % maximum sur les taux hors zone euro. Les pays concernés sont ceux de l'Espace Economique Européen ainsi que les Etats-Unis d'Amérique, le Canada, l'Australie, la Nouvelle Zélande et le Japon.
 - les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.
 - les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, Pays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse.
 - les produits de taux émis par des contreparties situés dans l'EEE doivent représenter au moins 20 % de l'actif net du fonds ;
 - des notations minimales sont imposées ;
 - à titre exceptionnel, dans la limite de 2 % de l'actif net, le fonds pourra continuer à détenir des obligations de notation inférieure aux valeurs définies par suite d'une dégradation de la note ;
 - la sensibilité peut évoluer entre 0 et 8 ;
 - en matière de placement actions, sont autorisés : actions, certificats d'investissement, titres participatifs et autres titres en capital, émis par une société dont le siège social est situé dans un pays EEE, cotés sur un marché réglementé d'un pays de l'Union économique et monétaire ;
 - ces titres doivent être libellés en euros et ne doivent pas excéder 80 % de l'actif net du fonds.
- [276] Le risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire avec un maximum autorisé de 10 % de l'actif net du fonds.
- [277] Les placements en produits dérivés sont encadrés et doivent « ***être réalisées en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002*** ».
- [278] Le recours à des OPCVM est toléré pour la gestion des liquidités dans la limite de 5 % de l'actif net. Il est également permis dans un but de « diversification » dans la limite de 30 %. La part totale des OPCVM ne peut donc excéder 35 % de l'actif net du fonds.
- [279] Les titres dits « *high-yield* » dont la notation est inférieure à BBB- sont limités à 10 % et **les OPCVM de gestion alternative ne sont pas autorisés.**

- [280] En revanche, les contraintes listées *supra* ne s'appliquent pas aux OPCVM détenus qui peuvent pourtant représenter 35 % du fonds. Toutefois, l'annexe 3 de la convention de gestion liste les OPCVM auxquels le gestionnaire peut avoir recours. La mission note que dans cette liste figurent des OPCVM intervenant sur les matières premières.
- [281] En matière de *reporting*, la convention prévoit des communications mensuelles et trimestrielles ainsi que des réunions semestrielles et annuelles.
- [282] Mensuellement, la CRN exige la communication des performances, des allocations par classe d'actifs et leur évolution ainsi qu'un récapitulatif de la stratégie suivi par le fonds.
- [283] Trimestriellement, le gérant doit communiquer sur les performances passées et réaliser un commentaire de la gestion mise en œuvre et des anticipations de la gestion sur les principales classes d'actifs.
- [284] Les réunions semestrielles ont vocation à permettre aux gérants d'exposer leurs résultats, d'expliquer les stratégies suivies, d'analyser les sources de sur ou sous performance et d'exposer leur anticipations. « Ils [doivent mettre] en valeur ce type d'analyse au détriment d'exposés macroéconomiques d'ordre général ».
- [285] Semestriellement et annuellement sont communiqués les situations visées par le commissaire aux comptes, le bilan de fin d'exercice ainsi que les rapports du commissaire aux comptes, le rapport de gestion.
- [286] Contrairement à la convention de l'ancien fonds, les objectifs ne sont pas chiffrés. Précédemment, « l'objectif quantifié [était] de surperformer l'indice de 163 points de base pour une tracking error de 4 soit un ratio d'information de 0,4 en moyenne chaque année ».

1.2. FCP FDRN-ODDO (FR0007059753)

- [287] Les éléments suivants figurent au dossier :
- rapport de gestion du 30 septembre 2011 ;
 - convention du FCP FDRN-ODDO **non datée et non signée** ;
 - avenants à la convention ;
 - prospectus complet du fonds,
 - courriers provenant d'ODDO et Cie ;
 - courriels entre le gérant et le directeur de la caisse.
- [288] Ce fonds créé le 8 juin 2001 prend la forme d'un fonds commun de placement dont la gestion est assurée par ODDO ASSET MANAGEMENT.
- [289] La convention de ce FCP s'apparente à la convention type proposée par la CRN. La convention comporte les clauses habituelles relatives à la dénonciation, au contrôle, aux frais et au *reporting*. Les règles d'investissements sont explicitées en annexe n°1.
- [290] L'analyse des conventions des fonds diversifiés de la CRN fait également ressortir l'utilisation d'un indice de référence type « 50 % EUROSTOXX LARGE + 50 % JPM EMU ». Est alors sous-entendue une structure de portefeuille composée à parts égales d'actions et d'obligations.
- [291] L'horizon de placement est de 10 ans et l'objectif assigné à la société de gestion est « l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes ».
- [292] L'allocation cible est de 50 % d'actions et de 50 % de produits de taux avec des marges de manœuvre sont de plus ou moins 20 % par classe d'actifs. L'avenant du 4 juin 2009 porte ces marges de manœuvre à 30 %.

- [293] **La création du fonds étant antérieur à la parution du décret 2002-1314 du 25 octobre 2002, la mention « Les investissements sont réalisés en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs salariés des professions non agricoles » a été ajoutée par avenant après la parution texte. Ce qui témoigne de la volonté de la caisse de voir appliquer la réglementation à ses fonds par transparence.**
- [294] Selon la convention, le fonds est principalement composé, à hauteur de 90 % minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'EEE.
- [295] Les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.
- [296] Les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, ays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume Uni, Suède et Suisse.
- [297] Les valeurs cotées sur l'EUROLIST (compartiment B et C) ou équivalent dans les pays EEE sont limités à 5 % de l'actif net du fonds.
- [298] Le risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire avec une exposition maximale autorisée de 10 % de l'actif net du fonds.
- [299] La sensibilité doit être comprise entre 0 et 8 ce qui est peu contraignant.
- [300] Les limites en termes de notations sont proches mais distinctes de celles du fonds géré par AMUNDI ce qui traduit un manque de cohérence. Ces niveaux doivent être définis au sein d'une politique de placement et les conventions s'y conformer.
- [301] Le recours à des OPCVM est permis :
- OPCVM pratiquant des commissions de mouvements (< 10 % de l'actif net) ;
 - OPCVM gérés par ODDO AM (< 10 %).
- [302] La somme de ces deux catégories doit représenter moins de 10 %.
- [303] Le prospectus complet du fonds précise le recours aux OPCVM. Les « autres actions ou parts d'OPCVM » peuvent être investis :
- Jusqu'à 100 % de l'actif net en OPCVM indiciels non coordonnés, *trackers* étrangers.
 - Entre 0 et 10 % de l'actif net en : FCPR, OPCVM détenant plus de 10 % d'OPCVM ou de fonds d'investissements, OPCVM nourriciers, OPCVM contractuels.
- Les titres « *high-yield* » sont autorisés dans la limite de 5 % et les OPCVM de gestion alternative interdits.
- [304] **L'énumération des actifs autorisés est suivie par une précision prudente : « les instruments financiers non mentionnés ci-dessus ne sont pas autorisés sauf dérogations expresses de la CRN ».**
- [305] En annexe 3 figure une liste des OPCVM sur lesquels peut être faite une allocation ; liste agréée par la CRN. Les montants des frais de gestion, rétrocessions de commissions et commissions de surperformance y sont indiqués. Cependant, cette liste contient des fonds investissant dans les pays dits « émergents ».

1.3. FCP FDRN ODDO EMERGENTS (FR0010868372)

- [306] Le classeur contient la convention de gestion, ses avenants, le prospectus complet, les *reporting* mensuel du 31 décembre 2011 et 2010 ainsi que des échanges de courriels des 20 et 21 juillet 2011.

- [307] Cet OPCVM géré par ODDO ASSET MANAGEMENT présente la particularité de pouvoir investir la totalité des actifs sous gestion dans d'autres fonds ce qui en fait un « fonds de fonds ». Le gérant investit ainsi dans 18 fonds dont les avoirs sont placés dans des pays dits émergents.
- [308] Une analyse rapide du *reporting* présent dans le dossier appelle plusieurs constats. Le *reporting* permet de suivre les frais maximum que peut percevoir par chaque fonds sous-jacent. Fin 2011, les investissements peuvent être décomposés de la façon suivante (en valeur de réalisation) :
- 13 % de monétaire ;
 - 38 % d'obligations émergents ;
 - 49 % d'actions émergentes.
- [309] La couverture de change est possible (cf. *infra*) mais n'est pas réalisée et les performances sont inférieures à la référence.
- [310] La convention de gestion, **signée mais non datée**, prend effet à la date de création du fonds pour une durée indéterminée et peut être dénoncée dans les conditions habituelles. La convention comporte également les clauses type relatives au contrôle, aux frais et au *reporting*. A noter la présence d'une commission de surperformance de 15 % TTC.
- [311] La gestion du fonds s'inscrit « sur un horizon de long terme » (10 ans). L'objectif de gestion est de « *participer à la hausse des marchés obligataires et actions des pays émergents via des investissements en OPCVM et/ou des contrats financiers à terme et d'offrir à long terme un rendement supérieur à celui de l'indicateur de référence composite égal à 50 % du MSCI EQUITY EMERGING MARKET FREE⁹ dividendes réinvestis et converti en euros et 50 % du JP MORGAN EMERGING MARKET BOND INDEX GLOBAL¹⁰ (EMBIG) coupons réinvestis et converti en euros* ».
- [312] Le gérant « met en œuvre une gestion **active et discrétionnaire** visant à atteindre l'objectif de gestion du fonds et à investir indirectement sur les marchés obligataires et actions des pays émergents par l'utilisation de différentes OPCVM eux-mêmes essentiellement investis sur ces marchés et/ou des contrats financiers à terme ».
- [313] Le gérant du fonds doit cependant respecter les contraintes d'allocation globale définie ci-après :
- **0 à 80 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits actions de pays émergents de toutes tailles de capitalisation, sans contrainte **particulière sur la répartition sectorielle ou géographique** ;
 - **0 à 100 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits de taux et **convertibles** de pays émergents, de signature **d'Etat ou privé**. Ces OPCVM sont susceptibles d'être investis en titres « **High Yield** » (notation inférieure à BBB-) ou **non coté** dans des proportions variables et, le cas échéant, **jusqu'à 100 % de leur actif**. La fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieure de laquelle cette poche d'actifs est gérée est comprise entre 0 et 10.
 - 0 à 30 % de l'actif du fonds : parts et/ou actions d'OPCVM classés « *Monétaires Euro* ».
- [314] Chaque ligne ne peut représenter plus de 5 % de l'actif du fonds, à l'exception des OPCVM classés « *Monétaires Euro* » et des OPCVM indicieux cotés qui peuvent représenter, par ligne, jusqu'à 10 % de l'actif du fonds.
- [315] Dans la limite d'une fois l'actif du fonds et dans un optique de couverture et/ **ou d'exposition**, le fonds pourra intervenir sur des **instruments financiers** négociés sur les marchés réglementés ou **gré à gré** des pays développés et des pays émergents, y compris sur les marchés de **change**. Le « fonds est exposé au risque de change ».

⁹ Indice pondéré par les capitalisations boursières (ajusté du « flottant ») des actions des pays émergents.

¹⁰ Indice des obligations des pays émergents libellés en dollars et émises par des entités souveraines et quasi souveraines.

- [316] L'exposition du fonds aux produits de taux, hors produits monétaires, et aux produits actions, au travers d'OPCVM et/ou d'instruments dérivés, est limitée à 100 % de l'actif net du fonds. L'exposition globale du fonds, tous marchés confondus et produits monétaires inclus, ne peut ainsi se porter à **200 % de l'actif net du fonds**.
- [317] Sur la question des titres dits « *high yield* », le prospectus affiche l'avertissement suivant : « **cet OPCVM doit être considéré comme en partie spéculatif** et s'adressant plus particulièrement à des **investisseurs conscients des risques** inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante et la liquidité plus réduite. »
- [318] En matière de règles d'investissement, à toutes fins utiles la mission se permet de rappeler que la convention précise que « les investissements sont réalisés en conformité avec le décret **n°2002-1314 du 25 octobre 2002** relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles ».
- [319] Sur la question des pays autorisés, la convention liste les pays dans lesquels les indices de références sont investis. En matière d'investissements de type actions, les pays autorisés sont : **Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Corée, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie.**
- [320] En matière de produits de taux, la liste comporte quelques différences (soulignées ci-après) : Argentine, Belize, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, République Dominicaine, Equateur, Egypte, El Salvador, Gabon, Géorgie, Ghana, Hongrie, Indonésie, Irak, Jamaïque, Kazakhstan, Liban, Malaisie, Mexique, Pakistan, Panama, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Serbie, Afrique du Sud, Sri Lanka, Tunisie, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela, Vietnam.
- [321] Cependant, la convention précise que les OPCVM peuvent investir dans les actions des pays non inclus dans ces listes, pourtant larges, notamment les pays dits frontaliers tels les pays du Golfe.
- [322] Les fonds sélectionnés par le gérant du FCP peuvent investir dans des obligations libellées en devises « *fortes (dollar, euro, yen,...)* » ou en **monnaie locale**.
- [323] Le *reporting* demandé par la CRN prévoit, en sus des exigences habituelles, la transmission des prospectus des fonds sous-jacents. Ces derniers sont listés en annexe 3. Cette annexe mentionne également les frais de gestion, les commissions de surperformance, le niveau des rétrocessions de commissions et la devise du fonds.

1.4. FCP FDRN AIM (FR0007059951)

- [324] Le classeur contient le prospectus complet, la convention et ses avenants ainsi que le *reporting* mensuel transmis fin 2011, 2010 et 2009.
- [325] Le FCP est géré par AXA INVESTMENT MANAGERS (AXA IM) et à vocation à investir dans des OPCVM d'AXA IM. C'est donc un fonds de fonds.
- [326] Seule une **copie** de la convention de gestion, **non datée et non signée**, figure au dossier transmis au Contrôle. Les clauses type (y compris celle traitant de l'indice de référence) sont présentes.
- [327] L'horizon affiché est de 10 ans et l'objectif du fonds est « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* ».
- [328] Contrairement à ce que la mission a pu lire dans les autres conventions, l'objectif est ici quantifié et consiste à « *surperformer l'indice de 200 points de base pour une tracking error de 4 % soit un ratio d'information de 0,5* ».

- [329] Le fonds a vocation à être investi pour moitié en actions et pour moitié en obligations. Les marges de manœuvres laissées autour de cette allocation cible sont de plus ou moins 15 % (25 % par avenant du 5 juin 2009) par classe d'actifs.
- [330] Les actifs du fonds doivent être négociés sur un marché réglementé européen de la zone euro.
- [331] Suite à la publication du décret n°2002-1314, un premier avenant est passé avec prise d'effet au 1^{er} mars 2004. l'objet de l'avenant est d'insérer une clause précisant les règles relatives la composition du fonds. A partir de cet avenant, le fonds doit être « *principalement composé, à hauteur de 90 % minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'EEE* ». « *Les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds. Les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, ays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume Uni, Suède et Suisse.* »
- [332] Le risque de change est limité à 10 % en ligne avec ce prescrit le décret.

1.5. FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU (FR0010525857)

- [333] Ce FCP prend la forme juridique d'un OPCVM contractuel et ne fait donc pas l'objet d'un agrément mais d'une déclaration auprès de l'AMF. Le fonds entre dans la classification AMF des OPCVM de fonds alternatifs.
- [334] Il a été créé le 27 septembre 2007 pour 99 ans et prend.
- [335] Le dossier transmis à la mission contient :
- La convention de gestion ;
 - Le *reporting* mensuel fin 2008, 2009 et 2010 ;
 - Des courriels et des courriers dont une demande de liquidation datée du 17 mai 2011.
- [336] La convention de gestion datée du 18 décembre 2007 présente les clauses habituelles examinées *supra*.
- [337] « *Le FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU a pour objectif la rechercher d'une performance absolue compris entre 7 % et 9 % par an sur une période de 5 ans, peu corrélée aux évolutions des marchés financiers, avec une volatilité annuelle moyenne comprise entre 3 % et 5 % sur une période de 5 ans. Le gérant ne peut contracter d'obligation de résultat* ».
- [338] La stratégie d'investissement mise en œuvre est la « *multi-gestion* » et consiste à « *diversifier les risques et à diminuer la volatilité afin d'optimiser le couple rendement/risque* ».
- [339] Le fonds investit « **prioritairement** » ses actifs :
- Dans des OPCVM ou fonds d'investissement de **fonds alternatifs** **quelles que soient leurs stratégies** d'investissement ainsi que celles de leurs OPCVM et fonds d'investissement sous-jacents ;
 - Dans des OPCVM monétaires.
- [340] Il a particulièrement vocation à investir dans des OPCVM de droit français ou étranger ou des fonds d'investissement de droit étranger gérés en direct ou par délégation par HDF Finance SA.
- [341] Il peut également investir dans des OPCVM monétaires non gérés par HDF Finance SA, dont les actifs sous-jacents ne seront ni des parts de fonds communs de créances ni des titres de dette CDO, MBS, ABS, ABCP.

- [342] « *Les fonds d'investissement de droit étranger pourront ne respecter que quelques uns des critères¹¹ mentionnés à l'article 411-34 du Règlement Général de l'AMF* ».
- [343] L'OCVM contractuel n'est pas soumis aux règles d'investissement fixées à l'article L. 214-4 du code monétaire et financier.
- [344] **Aucun ratio et aucune limite portant sur les actifs admissibles n'est spécifié. Il en va de même pour ce qui est des ratios d'emprise.**
- [345] Le reporting mensuel est « synthétique » :
- répartition du portefeuille (classes d'actifs, styles de gestion, zones géographiques),
 - performances absolues et relatives,
 - performance de chacun des fonds sous-jacents, performance de l'indice, volatilité de chacun des fonds sous-jacents et, la volatilité du FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU après 52 semaines.
- [346] Le prospectus complet donne des exemples de stratégies :
- **Long/short taux et devises** : « *stratégie consistant à rendre des positions directionnelles sur les devises, les obligations d'Etat et autres produits de taux et leurs dérivés* » ;
 - **Long/short actions** ;
 - **Event driven** : « *stratégie portant sur des titres émis par des entreprises en situation particulière comme par exemple une fusion, une acquisition, une OPA ou OPE, une restructuration,...* » ;
- [347] **Le prospectus confirme la présence du risque de change, la société se réservant la possibilité de procéder à des couvertures.**
- [348] **La mission note qu'étonnamment la convention de gestion omet la référence au décret n°2002-1314. L'allocation géographique présentée dans le reporting ne respecte pas l'exigence de localisation au sein de l'OCDE.**
- [349] **La mission observe également qu'en 2008 le fonds procédait à des arbitrages sur subprime MBS et ABS. Enfin, la perte de 14 % en 2008 témoigne de l'incapacité de la gestion à mettre en œuvre la décorrélation dont elle se vante.**

Réponse de l'organisme : *La performance négative du fonds FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU de -14,0% en 2008 est à comparer à celle de l'indice de référence de la CRN sur la même période, soit -21,1%. On peut rappeler que l'indice actions DJES Large reculait sur cette même année de -44,5%. A ce titre, la gestion alternative a permis malgré les risques de liquidité rencontrés sur ces produits de bien résister.*

Observation de la mission : *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

1.6. FCP FDRN LFP (FR0010517839)

- [350] Bien que classé dans la catégorie des fonds diversifiés, le FCP FDRN LFP dont la gestion est assurée par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS est un fonds de fonds qui met en œuvre des stratégies de gestion alternative.

Réponse de l'organisme : *Le prospectus indique que ces stratégies alternatives ne peuvent pas aller au-delà de 10% de l'actif. A fin 2011, FDRN LFP représente 27,5 millions d'euros. Aussi, la part des stratégies alternatives utilisées par le fonds FDRN LFP ne pouvait pas dépasser 2,75 millions d'euros soit 0,21% au maximum du total des actifs consolidés de la CRN.*

¹¹ Critères 1, 2, 3, et 8 à 13.

Observation de la mission : *Ce qui ne contredit pas le paragraphe ci-dessus.*

- [351] Le dossier remis à la mission comprend le *reporting* mensuel des mois de décembre 2007 à 2011, des courriers, la convention de gestion et prospectus complet.
- [352] A noter qu'en tête du *reporting* est portée cette mention (figurant au prospectus): « *l'objectif de gestion consiste à **rechercher la performance la plus élevée possible** sur un horizon de placement recommandé de 3 ans glissant en saisissant des opportunités, majoritairement sur les marchés de taux et actions* ». Aucune référence n'est faite à une quelconque limite de risque.
- [353] Puisque les *reporting* insiste sur la recherche de la performance « la plus élevée possible », la mission rappelle ici les performances réalisées par ce fonds.

Tableau 37 : Performances du FCP FDRN LFP

2007	2008	2009	2010	2011
-0,7 %	-19,0 %	17,1 %	7,6 %	-9,4 %

Source : *Reporting du fonds.*

- [354] **Les niveaux de performance sont en effet impressionnants tout comme leur volatilité. Malheureusement, les fortes performances négatives ne sont pas en mesure d'être compensées par les fortes performances positives. Ceci conjugué à la propriété de non symétrie des rendements¹² entraîne une baisse plus de 8 % sur la période. A toute fin utile, rappelons que M. BERCHEM, consultant d'HEWITT n'ayant participé qu'à trois séances de la commission des placements avait mis en garde la caisse.**
- [355] Les objectifs de gestion ne sont pas précisément définis par la convention du 28 septembre 2007 et celle-ci renvoie au prospectus.
- [356] Le fonds est investi à titre principal dans des OPCVM représentatifs de classes d'actifs traditionnels (actions, obligations, convertibles et monétaires) et accessoirement dans des fonds appliquant différentes stratégies d'investissement dites « alternatives »

Tableau 38 : Fourchettes d'investissement

	Min	Max
Actions	0 %	65 %
Obligations	35 %	100 %
Alternatif	0 %	10 %

Source : *Convention de gestion.*

- [357] L'investissement en titres émis par des contreparties localisée au sein de l'OCDE est la règle et la part des actions au sens large (y compris la part des obligations convertibles soumise aux fluctuations de ces marchés : le « *delta* ») est « *limitée* » à 75 % de l'actif net du fonds.
- [358] L'usage des produits dérivés est soumis à l'obligation de couverture mais ces derniers peuvent être négociés de gré à gré et non uniquement sur un marché réglementé.
- [359] « *Les investissements sont réalisés dans le respect de la réglementation relative aux OPCVM et des règles déontologiques applicables aux sociétés de gestion, ainsi qu'à la réglementation applicable à l'investisseur* ».

¹² Compenser une perte de 19 % telle que celle enregistrée en 2008 nécessite une hausse supérieure à cette valeur. En l'occurrence, une hausse de 23 % aurait été nécessaire.

- [360] Si les clauses type afférentes aux frais de gestion et au *reporting* sont présentes, on peut regretter l'absence de stipulation relative aux modalités de contrôle par la CRN et de référence au décret de 2002.
- [361] Le prospectus est plus précis pour ce qui est de l'objectif de la gestion : « *l'objectif de gestion consiste à **rechercher la performance la plus élevée possible** sur un horizon de placement recommandé de 3 ans glissant en saisissant des opportunités, majoritairement sur les marchés de taux et actions* ». « *La stratégie mise en œuvre est **discrétionnaire***. »
- [362] Si la couverture de change est systématique, la mission note l'absence de contrainte de diversification ou de répartition.
- [363] La mission observe également grâce au *reporting* que le fonds est investi en 2011 dans un OPCVM monétaire dynamique et dans au moins un fonds émergent (pour 7 % de l'actif net).

1.7. FCP FDRN EDRAM FLEXIBLE (FR0010929752)

- [364] Ce fonds de fonds diversifié constitué le 10 septembre 2010 est géré par EDMOND DE ROTHSCHILD AM
- [365] Le dossier contient des courriers, des courriels, le *reporting* fin 2011 et 2010 et prospectus complet. **Sont absents du classeur la convention de gestion et ses avenants. La CRN n'a pu produire ces documents et, selon l'agent comptable, « il est possible qu'aucune convention n'ait été signée ». Si juridiquement la convention n'est pas nécessaire à l'engagement de la caisse, l'absence d'un tel document contrevient au règlement financier et démontre la perfectibilité du contrôle interne.**
- [366] Le *reporting* présent fait état de positions sur des titres émis par des contreparties situées dans des pays **émergents** ainsi que d'une position sur l'**or**. Le reporting de décembre 2011 ajoute qu'en matière de devises, « *nous sommes acheteurs sur le dollar canadien et la couronne norvégienne* ». A noter que les meilleures et les plus mauvaises performances sont dues à des produits dérivés.
- [367] Si le dossier ne contient pas de convention de gestion, une lettre (signée) présente dans les grandes lignes les attributs du fonds. L'objectif assigné à la gestion du FCP est de « *maximiser la **performance** sur la durée de placement recommandée à travers une gestion **discrétionnaire** et active en terme d'allocations d'actifs (actions taux secteurs, pays, émetteurs, devises) et dans le respect des contraintes **d'investissement définie dans le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002*** ».
- [368] **Nonobstant l'absence de considérations en matière de risques dans ces objectifs, la compatibilité de la présence d'or et d'investissement dans les pays émergent avec les dispositions du décret de 2002 n'est pas assurée.**
- [369] En absence de convention, certaines stipulations revêtent un caractère très général. Sur les aspects de *reporting*, la lettre se contente d'affirmer que « *la gestion du FCP fera l'objet de communications périodiques et comprendra les informations suivantes* :
- *Reporting mensuel comprenant **des** données qualitatives et quantitatives,*
 - *Documents d'information réglementaires.*
- [370] *Un comité de gestion sera organisé semestriellement avec le gérant de notre FCP pour examiner la situation du portefeuille, la politique de gestion mise en œuvre et les orientations de la période suivante* ».
- [371] La clause relative aux contrôles possible par la CRN est par conséquent absente.

- [372] Selon le prospectus complet, « *l'objectif du FCP, sur la durée de placement recommandée, visera à surperformer un indice de référence, composé de 50 % de DJ EUROSTOXX LARGE RETRURN, dividendes nets réinvestis et pour 50 % du JP EMU IG BOND INDEX, exprimé en Euros, à travers une gestion **discrétionnaire** et **active** en termes d'allocation d'actifs : actions, taux, secteurs, pays, émetteurs, **devises*** ».
- [373] Le FCP peut être investi jusqu'à 100 % de son actif net en part ou actions d'OPCVM français ou européen coordonnés quelle que soit leur classification, y compris des ETF.
- [374] L'exposition au risque actions détenus par le biais d'OPCVM et/ou par le biais de l'utilisation de contrats financiers peut représenter entre **0 et 70 %** de l'actif net. Le FCP peut également investir entre **0 et 100 %** de son actif net en produits de taux dont la sensibilité est comprise entre **0 et 10**. L'exposition du fonds résultant de l'utilisation de contrats financiers ne doit pas excéder **200 %** de l'actif net.
- [375] Toutefois les titres obligataires doivent être issus d'un Etat membre « *ou assimilé*¹³ » de l'Union européenne et les titres de créances doivent être émis par des sociétés ayant leur siège social dans l'OCDE.
- [376] Le risque de change est limité à 10 % mais le rôle des produits dérivés ne se limite pas à la couverture (comme le montre l'inventaire du fonds) et sont utilisés dans un but d'exposition.

2. LES OPCVM D'OBLIGATIONS ET D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES

2.1. FCP CRN LFP OBLIG (FR0010736603)

- [377] Bien que classé dans le dossier réservé aux fonds obligataires, le FCP CRN LFP OBLIG crée rentre dans la catégorie AMF des OPCVM diversifiés.
- [378] Le dossier comprend le *reporting* mensuel des mois de décembre 2009 et 2010, des courriers, la convention de gestion datée du 23 mars 2009 ainsi que le prospectus complet du fonds.
- [379] La convention se distingue de la convention habituelle rencontrée supra. Les objectifs n'y sont pas définis et elle ne prévoit pas de clause de contrôle.
- [380] Les objectifs sont définis dans le prospectus. L'objectif affiché « *est d'obtenir, sur la durée de placement recommandée, une performance supérieure à celle de l'OAT d'échéance 25/10/2015 coupon réinvesti* ». L'indicateur de référence choisi est l'OAT de coupon 3 % et de maturité 25/10/2015.
- [381] La stratégie d'investissement du fonds est **discrétionnaire** et consiste à gérer un portefeuille d'obligations classiques et d'obligations convertibles en actions et titres assimilés ayant une échéance inférieure ou égale à la période d'investissement.
- [382] Le fonds cherche à « *optimiser le taux de rendement actuariel moyen du portefeuille* » à l'échéance de la période d'investissement, en visant une performance supérieure à celle des obligations constituant l'indicateur de référence.
- [383] A l'issue de la période d'investissement, le fonds soit opter soit pour une nouvelle stratégie d'investissement, soit pour la dissolution, soit fera l'objet d'une fusion avec un autre OPCVM après agrément de l'AMF.
- [384] En matière d'univers d'investissement, le fonds peut investir dans des d'OPCVM français ou coordonnés dans la limite de 10 % de l'actif net. La part des obligations classiques est limitée à 70 % et celle des obligations convertibles à 30 %.

¹³ Cette notion n'est pas définie.

- [385] La maturité des titres doit être inférieure à l'échéance et leur sensibilité soit être comprise entre 0 et 6. Si les titres doivent être libellés en euro, il n'y a en revanche peu de restrictions pour ce qui est de leur notation (« *le fonds pourra investir sans référence à des critères de notation financière particulière* ». La proportion des titres dits « *non investment grade* » ne doit cependant pas franchir le seuil de 15 %
- [386] Le prospectus ne prévoit pas de réparation sectorielle cible ni de limite en la matière. Dès lors, on ne peut s'étonner que fin 2010 le fonds soit composé à 66 % d'obligations émises par des entreprises du secteur financier, ce qui compte tenu du contexte actuel, fait peser un risque de concentration non négligeable sur le FCP.
- [387] Le fonds peut par ailleurs intervenir sur des « *instrument financiers à terme, négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de **gré à gré**. Dans ce cadre le gérant peut prendre les positions suivantes via des futures, options et ou des swaps, sans recherche de surexposition :*
- *couverture aux risques des marchés actions ;*
 - *couverture ou **exposition** aux risques des marchés de taux ».*
- [388] L'attention des investisseurs est par ailleurs appelée sur la stratégie de gestion de cet OPCVM « *qui peut **être investi en titres spéculatifs**, dont la **notation est inexistante ou basse** et qui sont **négociés sur des marchés dont les modalités de fonctionnement**, en termes de transparence et de liquidité, **peuvent s'écarter sensiblement des standards admis sur les places boursières réglementées européennes**. »*

2.2. FCP HOCHÉ OBLIGATIONS (FR0007451257)

- [389] La gestion de ce fonds dont la création remonte au 1^{er} septembre 1989 est assurée par BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT.
- [390] Le dossier remis à la mission comprend la convention de gestion et ses avenants, le prospectus complet, des courriels et le *reporting* du mois de décembre fin 2011.
- [391] La convention **non datée et non signée**, vraisemblablement conclue le 28 juin 2001 si on se réfère à la date indiquée sur les avenants a été modifiée sept fois par avenant (30/09/2004, 27/04/2007, 03/06/2009, 24/09/2009, 03/05/2010, 09/03/2011, 10/02/2012). Les développements suivants prennent en compte l'ensemble de ces avenants.
- [392] L'objectif de gestion du fond est de construire un portefeuille d'obligations d'émetteurs privés et de les porter jusqu'à échéance 2017, soit un horizon de placement de 5 années depuis la dernière modification.
- [393] **La convention comporte les clauses type, fait référence au décret n°2002-1314 et impose que tout investissement soit réalisé en accord avec ce texte.**
- [394] La convention impose par ailleurs que le fonds soit en permanence investi en obligations, titres de créance ou instruments du marché monétaire français et étrangers négociés sur un marché réglementé des pays participants à l'Union économique et monétaire et libellés en euros.
- [395] Les titres doivent disposer d'une sensibilité comprise entre 0 et 8 et au minimum de la note B-, ce qui les place dans la catégorie habituellement nommée « *junk bonds* » mais cette catégorie est limitée à de 20 % de l'actif du FCP.
- [396] Le fonds se réserve le droit d'investir en OPCVM dans la limite de 10 % de son actif net. Ces OPCVM doivent figurer sur une liste agréée par la CRN et annexée à la convention.
- [397] Concernant les produits dérivés, le fonds peut placer jusqu'à 100 % de son actif sur les marchés financiers à terme fermes et conditionnels réglementés et organisés des pays participants à l'EEE et effectuer des opérations de gré à gré portant sur des instruments financiers à terme sur les marchés de taux et de crédit. Les instruments dérivés sont utilisés afin de :

- « couvrir le portefeuille contre les risques de taux et ou de crédit ;
- **augmenter son exposition aux risques de crédit et ou de taux ».**

[398] Cette dernière stipulation est pour le moins intéressante et sa place a de quoi étonner dans un texte faisant référence au décret de 2002 qui proscribit précisément l'utilisation de produits dérivés émis de gré à gré ou utilisés avec un autre objet que celui de la couverture des risques.

2.3. FCP CASAM BALZAC (FR0010455949)

[399] Le dossier du FCP contient les éléments suivants :

- convention de gestion ;
- Prospectus complet ;
- contrats des sous-jacents : HEDGE LOW CORRELATION, BMTN VAR 8, OBLIGATION OPTION CPPI MONEVOL 600) ;
- courriels et courrier ;
- *reporting* des mois de décembre 2008 à 2011 ;
- Documents publicitaires des produits OBLIGATION CREDIT AGRICOLE CIB FS MONEVOL 2018 et SHARPE RATIO LOW CORRELATION 2018.

[400] A l'origine la gestion du fonds était assurée par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGMENT (CASAM) puis a été transférée à CREDIT AGRICOLE STRUCTURED ASSET MANAGMENT puis à AMUNDI ASSET MANGMENT.

[401] Ce FCP prend la forme juridique d'un OPCVM contractuel. A ce titre, il n'est pas soumis à l'agrément de l'AMF ni, par conséquent, aux règles applicables aux OPCVM agréés.

[402] La convention de gestion date du 24 avril 2007. Cette dernière ne prévoit pas les clauses type rencontrées plus haut et fait aucunement référence au décret de 2002. Plus précisément, aucun aspect technique n'est prévu par la convention qui renvoie entièrement au prospectus annexé.

[403] Selon le prospectus figurant à l'annexe 2, l'OPCVM est diversifié bien que classé dans le classeur relatif aux obligations. Les états détaillés que la mission a demandés à la caisse font à ce sujet la même erreur en considérant que ce fonds appartient à la catégorie « obligations et titre de créance euros ».

[404] **Le FCP peut investir l'intégralité de son actif en « OPCVM français ou étrangers ou fonds d'investissement » sans qu'il ne soit fait référence à la notion de coordination.**

[405] L'objectif de gestion du fonds est « *d'adopter une politique d'investissement visant la valorisation des sommes investies à long terme, à travers des stratégies variées à moyen et long terme sur les marchés de taux, d'actions, de change et des fonds de gestion alternative* » **ce qui pourrait difficilement être moins précis et laisser plus de marge de manœuvre.**

[406] Le prospectus ajoute d'ailleurs que « *du fait de la variété des stratégies envisagées et de leurs échéances (ou horizons d'investissement), il n'existe pas d'indicateur de référence pertinent pour le fonds* ».

[407] La suite du prospectus se passe de commentaire « **le fonds met en œuvre à tout moment différentes stratégies d'investissement sur toutes classes d'actifs.** Ces moteurs de performance sont mis en place de manière **discrétionnaire** en fonction des opportunités de marchés. Le fonds sera **généralement** composé d'une somme de plusieurs stratégies, chaque ayant une échéance donnée, qui l'exposent à **différents** marchés : actions, taux, change, gestion alternative. Toutefois, le fonds se réserve la possibilité d'être exposé à 100 % sur une seule stratégie ».

- [408] « La société de gestion du fonds s'applique à évaluer le niveau relatif de ces différents marchés et leurs perspectives d'évolution à un terme donné afin de déterminer le type de stratégie qui est le plus à même de lui procurer une **performance** attractive à l'échéance considérée ».
- [409] Sur la question de l'univers d'investissement, mis à part l'interdiction des produits dérivés tout est permis. A noter que les titres incluant des produits dérivés sont par contre autorisés. Dans ce dernier cas, le recours aux dérivés intégrés peut s'effectuer dans un but de couverture, d'exposition ou d'arbitrage. Le prospectus vise particulièrement les **dérivés de crédit**¹⁴.
- [410] L'engagement peut être de 110 % de l'actif : « cet engagement sur les instruments financiers à terme sera mesuré par la perte potentiel des instruments financiers à terme utilisés par le fonds, dans un scénario de marché pénalisant ». Autrement dit, si un tel scénario se réalise, la perte peut être de 110 % en cas d'exposition est maximale.
- [411] Le fonds s'accorde également le droit d'investir sur les marchés des matières premières.
- [412] Selon la CRN, ce fonds entre dans la catégorie réglementaire du 4° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. A savoir, les « bons à moyen terme négociables répondant aux conditions mentionnées à l'article R. 623-5 et émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont les titres sont négociés sur un marché reconnu ». A supposer que les EMTN dans lesquels le fonds a investi rentre dans cette catégorie, le fonds lui n'est pas un bon à moyen terme et ne saurait être classé dans cette catégorie.

2.4. FCP HOCHÉ CONVERTIBLE (FR0007003504)

- [413] Ce FCP de droit français est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT depuis le 3 mai 2010. Précédemment, la gestion était assurée par FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT. Créé le 29 juillet 1996, le fonds est classé sous la catégorie des OPCVM diversifiés.
- [414] Au dossier, figurent :
- Les *reportings* de fin d'année (2008 à 2011) ;
 - Un exemple de *reporting* mensuel (décembre 2006) ;
 - Le prospectus complet (prospectus simplifié, note détaillée et règlement) ;
 - La convention de gestion et ses avenants.
- [415] **La convention est datée du 20 mai 2003 et est non signée.**
- [416] La convention reproduit les clauses habituelles vues supra mais ne fait aucunement référence au décret de 2002.
- [417] L'horizon de placement du FCP est de 10 ans et son objectif est « l'optimisation des performances dans le cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes ».
- [418] Des règles d'investissement plus précises sont énoncées à l'annexe n°1.
- [419] Le fonds soit être « principalement » composé d'obligations convertibles européennes négociées sur un marché réglementé français ou européen. Les valeurs non cotées doivent avoir comme actif sous-jacent des actions faisant partie d'un indice européen regroupant de grandes valeurs des marchés cités sous réserve que leur « notation implicite » (définie par la société de gestion), respecte la notation précisée dans la convention de gestion.

¹⁴ Comme les *credit default swap* (CDS) par exemple.

- [420] L'univers de gestion doit privilégier l'utilisation d'obligations convertibles dites « mixtes », c'est-à-dire dont la sensibilité au marché actions¹⁵ se situe aux environs de 0,5. Le delta moyen ne doit pas excéder 0,7.
- [421] La sensibilité aux marchés es taux doit quant à elle être comprise entre 1 et 4 et des notations minimales sont précisés.
- [422] **Le degré d'exposition au risque de change « sera laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités ».**
- [423] **Dans la limite d'une fois l'actif, le fonds peut intervenir sur des instruments financiers négociés sur les marchés réglementés des pays participant à l'Union européenne. Il n'est pas fait mention de l'objectif poursuivi par l'utilisation de ces produits dérivés. En particulier, l'objectif de couverture n'est pas mentionné.**
- [424] La liste des OPCVM autorisées est annexée à la convention (annexe 3). Ils sont limités à 5 % de l'actif net du fonds.
- [425] L'annexe 2 traite du *reporting* et reproduit la clause type afférente à une exception près : seul le *reporting* mensuel est décrit.
- [426] Par avenant du 29 décembre 2003, la convention est modifiée afin que le portefeuille soit à l'avenir composé à hauteur d'au moins 90 % de titres de taux et/ou d'émetteurs de ces titres ayant obtenu par l'une des deux agences citées des notes minimales. Le portefeuille pourra également être composé jusqu'à 10 % de titres de taux et ou d'émetteurs de ces titres dont la notation sera inférieure à celle indiquée ou sans notation. Ces investissements feront l'objet d'un commentaire spécifique dans le cadre du *reporting* mensuel du fonds.
- [427] Ces taux (90 % de titres ayant une notation supérieur à un seuil et 10 % pouvant ne pas satisfaire cette exigence) seront portés à 85 %-15 % puis à 75 %-25 par avenants du 1^{er} avril 2009 et du 21 décembre 2011. **Fin 2011, un quart du portefeuille peut ainsi être investi en titre classés dans la catégorie « speculative grade ».**

2.5. FCP CRN ACROPOLE OC (FR0007060199)

- [428] FCP CRN ACROPOLE OC est un fonds commun de placement non coordonné au sens de la directive n°2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilière.
- [429] A l'origine, ce fonds dont la gestion était assurée par EDRAM, était un fonds coordonné pouvant investir moins de 10 % de son actif en OPCVM. En juillet 2010, il est devenu un OPCVM d'OPCVM.
- [430] Le dossier remis à la mission contient :
- le *reporting* fin 2007 à 2011 ;
 - le prospectus complet (versions successives) ;
 - la convention de gestion (versions successives) ;
 - des courriers.

¹⁵ Cette sensibilité, le delta, est une valeur comprise entre 0 et 1. Sa signification est la suivante : pour une variation de 1% de la valeur de l'action sous-jacente, la valeur de l'obligation convertible évoluera de $\text{delta} \times 1\%$. Cette relation s'entend « toutes choses égales par ailleurs » car les obligations convertibles ne sont pas uniquement sensibles aux prix des actions. Comme toute obligation son prix évolue en fonction de l'évolution des taux et des marges de crédit.

- [431] L'objectif présenté par le *reporting* est de « mettre en œuvre une gestion active des obligations convertibles **internationales** afin de réaliser une **performance** annuelle supérieure à celle de l'indice de référence ». « Le risque de change est couvert ». Mise à part cette référence au risque de change, le *reporting* ne précise aucune limite de risque.
- [432] Un examen rapide du *reporting* permet d'appréhender la constitution du fonds. Ce dernier est composé à hauteur de 60 % par des obligations convertibles « classiques » et à 40 % par des obligations convertibles détenues au travers d'autres fonds d'investissement. Un tiers des titres ne sont pas notés.
- [433] La description ici faite se fonde sur la dernière convention de gestion (28 mars 2011). La structure de la convention est classique et les clauses type sont indiquées **mais aucune référence n'est faite au décret de 2002**. A noter la présence d'un mécanisme dit de « *high water mark* » modifiant la précédente méthodologie de calcul de la commission de surperformance qui conduisait auparavant à prendre une référence maximisant les frais payés à la société de gestion.
- [434] L'horizon d'investissement est de « 3-5 ans » et l'objectif de la gestion est « *l'optimisation des performances sur l'horizon de gestion prédéfini et dans le cadre des contraintes de gestion et des marges de manœuvre définies ci-dessous* ».
- [435] Le fonds est « principalement » composé d'obligations convertibles internationales négociées sur un marché réglementé français **ou étranger**.
- [436] Le risque de change doit être « accessoire » : les devises distinctes de l'euro doivent être couvertes par des opérations de change à terme ou des *swaps* de devises.
- [437] **La part des émetteurs des pays émergents doit toujours être inférieure à 20 % de l'actif du portefeuille.**
- [438] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite d'une fois l'actif. Des notations minimales sont mentionnées.
- [439] « Dans un but de diversification de ses placements, le FCP pourra investir dans la limite de 50 % dans des parts ou actions d'OPCVM français, conformes ou non à la directive, ou européen coordonnés, investi, en règle générale, en obligations classiques ou en obligations convertibles, dont la gestion pourra être soit active soit indiciaire ».

2.6. FCP CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE (FR0011147461)

- [440] FCP de droit français a été créé le 2 décembre 2011 et est géré par la société SCHELCHER PRINCE GESTION.
- [441] Le dossier consulté par la mission contient le *reporting* mensuel de mai 2012, le prospectus simplifié et la note détaillée. Aucune convention n'est présente.
- [442] Le prospectus classe ce FCP en fonds « d'obligations et autres titres de créances libellés en euro ».
- [443] Le fonds a pour objectif de « *surperformer, sur la durée de placement recommandée, son indicateur de référence l'EURO MTS 3-5 ans, via la gestion d'un portefeuille d'obligations libellées en euro.* »
- [444] L'OPCVM est en permanence exposé à des titres de taux libellés en euro. Pour réaliser l'objectif de gestion, la stratégie du FCP consiste à gérer « *de façon **prudentielle** et **discrétionnaire*** » et en fonction des prévisions micro et macro économiques de la société de gestion et des recommandations de ses analystes crédit, des obligations et autres titres de créances libellés en euros.
- [445] Cependant, des investissements pourront être réalisés sur des titres de créances britanniques et suisses dans la limite de 20 % de l'actif net à condition d'être systématiquement couverts contre le risque de change ou émis en euros.

- [446] Il existe ainsi un risque de change résiduel (maximum 3 %) qui découle d'une couverture imparfaite du portefeuille de titres.
- [447] Ces titres de créances pourront être émis tant par des émetteurs publics que privés. La répartition dette publique/dette privée n'est pas fixée à l'avance et s'effectuera en « fonction des opportunités de marché ».
- [448] La sensibilité du fonds doit être comprise entre 0 et 3,5.
- [449] La part des actions est limitée à 10 % de l'actif net et doit uniquement résulter des suites des conversions d'obligations convertibles. Ces dernières sont limitées à 20 % de l'actif net.
- [450] La dette publique doit être notée « *investment grade* » lors de la souscription. Concernant la dette privée, seule 80 % de celle-ci doit être notée « *investment grade* » lors de l'achat.
- [451] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite d'une fois l'actif et doivent être utilisés dans un but de couverture.

3. LES OPCVM ACTIONS

3.1. FCP CRN MANDARINE-ACTIONS (FR0010605832)

- [452] Le dossier remis à la mission ne contient pas de convention de gestion. Toutefois sont présents les éléments suivants :
- *reporting* des mois de décembre 2008 à 2011 ;
 - courriels ;
 - prospectus complet.
- [453] D'après le prospectus du fonds, ce FCP de droit français géré par MANDARINE GESTION entre dans la classe des OPCVM actions des pays de la zone euro
- [454] L'objectif de gestion est d'analyser « *les valeurs décotées susceptibles de s'apprécier avec objectif de surperformer l'indice (DJ EUROSTOXX LARGE (RETURNS)) sur 3 années glissantes* ».
- [455] La gestion, de style « *value* », est « **discretionnaire et de conviction** », autorisant « *une forte autonomie dans le choix des investissements et la concentration du portefeuille sur un nombre restreint de valeurs* ». Le gérant ne s'impose pas de contrainte de répartition géographique, sectorielle ou de taille de capitalisation. L'exposition aux petites capitalisations est réalisée à titre accessoire.
- [456] En termes de localisation, les investissements doivent être réalisés pour 80 % au moins sur les marchés actions de la zone euro et, à titre accessoire, sur les marchés actions de l'OCDE.
- [457] Le fonds peut investir 10 % de son actif en OPCVM français ou européens coordonnés.
- [458] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite de 100 % de l'actif afin d'assurer la couverture mais dans également dans le but de **s'exposer** à « des secteurs d'activité, des actions, des **devises** ou des indices de marché ». Les dérivés peuvent être négociés sur des marchés réglementés ou organisés, français ou étranger, ou **de gré à gré**.
- [459] En matière de risque de change, celui inhérent aux investissements libellés en devises autres que l'euro « sera laissé à la libre appréciation du gérant ». Il pourra, selon les circonstances, être couvert ou non et dans ce dernier cas il doit être limité à 10 % de l'actif.

3.2. FCP CRN AMUNDI ACTIONS (FR0010060004)

- [460] Initialement, le fonds avait été nommé CRN SOGE ACTIONS. Ce fonds, créé en mars 2004, était géré par SOCIETE GENERALE ASSET MANAGMENT (SGAM). Suite à la création d'AMUNDI GROUP, issu du rapprochement des activités de gestion d'actifs des sociétés CREDIT AGRICOLE et SOCIETE GENERALE, la gestion du fonds a été transférée dans un premier temps à S2G au 31 décembre 2009 puis, dans un second temps, à AMUNDI au 1^{er} janvier 2011.
- [461] Le dossier remis à la mission comprend :
- le *reporting* à fin 2011 ;
 - des courriers ;
 - la convention de gestion et ses avenants ;
 - le prospectus simplifié.
- [462] La convention du 15 avril 2011, postérieure à la cession à AMUNDI, présente la structure type. **Le décret n°2002-1314 n'est pas cité mais ses principes sont repris.**
- [463] Le fonds a vocation à être « principalement » composé d'actions, de certificats d'investissement, de titres participatifs et d'autres titres en capital émis par une société dont le siège sociale est situé dans l'un des pays participant à l'Union économique et monétaire, et coté sur un marché réglementé d'un de ces pays. Le fonds peut également investir jusqu'à 10 % de son actif en actions des sociétés des Etats membres de l'OCDE.
- [464] Les OPCVM utilisés doivent être agréés et leur liste doit être annexées à la convention. Ils sont utilisés uniquement pour la gestion des liquidités est limitée à 10 % de l'actif net du fonds.

3.3. FCP CRN-CCR-ACTIONS (FR0010146407)

- [465] Ce fonds dont la gestion est assurée par CCR ASSET MANAGMENT (UBS) a été créé le 10 décembre 2004.
- le dossier remis à la mission contient :
 - le *reporting* fin 2010, 2009, 2008 ;
 - des courriers ;
 - le rapport du commissaire aux comptes sur les comptes 2008 du FCP ;
 - la convention **non signée** et ses avenants ;
 - le prospectus complet.
- [466] La structure de la convention est celle de la convention type. Le décret de 2002 est cité : « *Les investissements sont réalisés en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002* ».
- [467] Indice DJ STOXX (return) 600 remplacé par avenant au 1^{er} septembre 2009 par le DJ EUROSTOXX Large Return
- [468] L'objectif de la gestion est « l'optimisation des performances dans le cadre des contraintes de gestion et des marges de manœuvre définies dans la présente annexe ».
- [469] Le fonds a vocation à être composé d'au moins 90 % d'actions et d'autres titres en capital négociés sur un marché officiel organisé des pays participants à l'Espace économique européen.
- [470] Les valeurs libellées en devises et négociés sur un marché officiel organisé d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.
- [471] Tous les pays de l'OCDE ne sont pas autorisés. Les pays pouvant faire l'objet d'un investissement figurent sur une liste annexée à la convention.

- [472] Le degré d'exposition au risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire « dans le cadre de ses responsabilités » mais est limité à 10 % de l'actif net du FCP. Le risque de change peut être couvert pour tout ou partie par des opérations de change à terme ou de swap de devises.
- [473] Les produits dérivés sont autorisés uniquement à des fins de couverture et ils doivent être négociés sur les marchés réglementés des pays participant à l'Espace économique européen.
- [474] Des notations minimales sont spécifiées.
- [475] Le recours à des OPCVM doit être agréé par la CRN et la liste annexée à la convention. Si des modifications dans la gestion de ces fonds interviennent, les notices d'information doivent être envoyées à la caisse.

4. LES BONS A MOYEN TERME NEGOCIABLES (BMTN) ET LES EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN)

4.1. BMTN LYXOR

- [476] Bien que classé parmi les OPCVM, les produits émis par LYXOR AM sont souscrits directement par la caisse et ne sont pas détenus via des FCP ou SICAV.
- [477] Un seul BMTN est ici concerné mais ce dernier a connu des évolutions substantielles au fur et à mesure de l'augmentation des moins values latentes. Plus que des évolutions, des restructurations ont été réalisées par LYXOR et on peut distinguer trois produits successifs.

4.1.1. BMTN GESTION EVOLUTION SUR FONDS TURQUOISE II (FR0112670577)

- [478] Le dossier remis à la mission contient le contrat relatif à ce produit structuré, son *reporting* mensuel daté de juin 2009, des courriels ainsi que la lettre d'information concernant le fonds « sous-jacent » TURQUOISE II.
- [479] TURQUOISE II est un fonds de gestion alternative (*hedge-fund*). Le produit souscrit par la caisse se présente sous la forme juridique d'un BMTN dont la performance est indexée sur l'évolution de la valeur liquidative du fonds TURQUOISE II.
- [480] La transaction date 25 octobre 2007 avec un départ effectif au 31 octobre de la même année. La maturité du produit est le 10 décembre 2015 (8 ans). Le produit est émis au pair et son capital est garanti
- [481] La gestion permet une exposition avec un effet de levier de 200 % sur la performance du fonds TURQUOISE II CLASSE A. Le levier est financé par un emprunt à taux fixe correspondant au taux EURIBOR 8 ANS constaté à la date de transaction.
- [482] Plus simplement et concrètement, ce produit peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon avant sa maturité (donc pendant 8 années) mais versant à maturité le capital investi ainsi qu'un coupon qui est fonction des performances du fonds TURQUOISE II. En l'espèce, si au bout de 8 années, la performance¹⁶ du fonds TURQUOISE est positive, le souscripteur du BMTN recevra un coupon égal à deux fois cette performance (rapporté au capital investi). En revanche, si la performance est négative, le souscripteur ne reçoit aucun coupon.
- [483] En d'autres termes, si le coupon final ne compense pas le résultat de l'absence du versement des coupons qui auraient pu être reçu en investissant « au taux sans risque » pendant 8 ans, on peut considérer que le produit cause une perte quand bien même il est garanti en capital.

¹⁶ Calculée selon une formule précisée au contrat.

- [484] A noter que la formule permettant de calculer les frais de gestion est indexée sur la volatilité du fonds TURQUOISE II. Ces derniers s'établissent ainsi à 18 % de la volatilité annuelle réalisée avec un maximum de 0,375 %.
- [485] Selon le contrat du BMTN, la publication de la valeur du titre n'est que mensuel. Or pour être admissible à la détention par une caisse soumise au décret n°2002-1314 modifié, un BMTN doit satisfaire les cinq conditions cumulatives énoncées à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale. Parmi ces conditions se trouve l'obligation de faire l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence. **Ce produit, bien qu'a capital garanti n'est donc pas admissible à la détention.**

4.1.2. BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE (FR0010806901)

- [486] Ce BMTN émis le 25 septembre 2009, soit deux ans après le précédent, vient remplacer le BMTN GESTION EVOLUTION SUR FONDS TURQUOISE II.
- [487] La maturité est à présent fixée au 10 décembre 2018 (9 ans) et le sous-jacent n'est plus le *hedge fund* TURQUOISE II mais l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE.
- [488] Le produit a été émis au pair et avec une garantie à en capital de 118,98 % afin de reprendre le niveau de garantie du précédent BMTN. En effet, sous l'effet des moins-values latentes (environ -15 %) du BMTN TURQUOISE II, la somme qui résultait de la vente du produit et investie dans un nouveau BMTN était inférieure à la somme initiale. Garantir en capital (à 100 %) ce nouvel investissement reviendrait alors à constater les pertes. Aussi, afin de compenser ces dernières, la nouvelle garantie en capital est de 118,98 %.
- [489] Tout comme le précédent BMTN, ce dernier ne verse aucun coupon avant sa maturité. A maturité, le porteur reçoit 118,98 % du capital investi ainsi que « 19 fois l'alpha annualisé ». Ce dernier correspond à la différence positive entre la performance finale annualisée de l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE et la performance annualisée de son *benchmark* (EURIBOR 1M) depuis le lancement.

4.1.3. BMTN ACCELERATEUR EPSILON (FR0011006451)

- [490] Au cours de l'année 2011, le BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE fera l'objet de plusieurs discussions quant à de possibles restructurations.
- [491] Le dossier remis à la mission comprend trois versions successives du contrat pour un nouveau produit (11 février 2011, 16 mai 2011 et 26 mai 2011). A chaque fois, la structure est similaire.
- [492] Avant la modification du 26 mai 2011, le capital du produit était garanti et la clause de remboursement à terme était la suivante : $100\% + \text{Lever} \times \max(0; \alpha)$. La valeur du paramètre « Lever » était de 10,5
- [493] A compter de mai 2011, le produit n'est plus émis sous la forme d'un BMTN mais d'un EMTN et son capital n'est plus garanti. Il est émis le 15 février 2011 sous le pair (95,58 %) et le sous-jacent devient l'indice LYXOR EPSILON SG DEDICATED FUND. La maturité est fixée au 14 février 2019 (8 ans).
- [494] A maturité, si l'alpha est positif, l'investisseur reçoit 100 % de la valeur initialement investie majorée de l'alpha affecté d'un levier de 21. Sinon l'investisseur reçoit 100 % diminué de la chute l'alpha avec un levier de 7. L'alpha correspond à la différence entre la performance annualisée du fonds LYXOR EPSILON SG DEDICATED et le taux de référence retenu : 2,86 %.
- [495] Fin mai 2012, cet EMTN est valorisé à 84,44 %. Fin septembre 2012, la valorisation n'est plus que de 69,14 %.

4.2. **BMTN MILLENIUM BNP MASTER (FR0117593196)**

- [496] Bien que classé dans les classeurs réservés aux fonds dédiés, le BMTN MILLENIUM n'est pas un OPCVM mais un titre structuré détenu en direct par la caisse.
- [497] Le dossier concernant ce produit contient les éléments suivants:
- *reporting* au 2 janvier 2012 ;
 - les termes et condition relatifs au produit ;
 - une valorisation au 31 décembre 2008 réalisée par une société distincte de l'émetteur.
- [498] Ce BMTN a été souscrit par la CRN pour un montant de 30M€ le 22 octobre 2007. Toutefois, le contrat ne prend effet qu'à compter du 30 novembre 2007. La maturité du produit est de 10 ans (30/11/2017).
- [499] Ce produit prend la forme d'un titre de créance et peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon pendant sa durée de vie (10 ans) et dont le remboursement à l'échéance est conditionné par l'évolution des marchés financiers et dépend d'une formule définie au contrat.
- [500] **La formule permettant d'explicitier le montant exact du remboursement final tient en plusieurs lignes et son explication engendrerait des développements d'un niveau de technicité tel que la mission a fait le choix de ne pas la reproduire ici.**
- [501] Cette formule dépendant des marchés financiers par le biais d'un indice. Cet indice, BNP PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR, est publié quotidiennement sur Bloomberg. Il résulte de la pondération (variable au cours du temps) de positions prises sur les indices suivants via des contrats à termes (*futures*).

Tableau 39 : Sous jacents de l'indice PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR

Sous-jacent de référence	Classe d'actifs
FTSE EPRA NAREIT EUROZONE TR (EUR)	Indice Immobilier européen
DJ EUROSTOXX TR (EUR)	Indice actions européennes
S&P500 TR (USD)	Indice actions américaines
TOPIX TR (JPY)	Indice actions japonaises
HSCEI INDEX TR (HDK)	Indice actions marchés émergents (Chine)
DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED (USD)	Indice matières premières
USDEUR TR	Taux de change dollar euro
EONIA CAITALIZATION INDEX	Indice de capitalisation du taux interbancaire Euro 1 jour

Source : Contrat.

- [502] L'appendice 1 du contrat définit la stratégie suivie par l'indice MILLENIUM. La stratégie consiste à déterminer l'allocation optimale en tenant compte de la performance de chaque classe d'actif, de sa volatilité et de sa corrélation. Cette allocation est revue tous les mois. Par une technique d'optimisation d'allocation sous contraintes, tenant compte de la performance passée, de la volatilité et de la corrélation, l'indice MILLENIUM suit une allocation « optimale » par actif. Le poids dans chaque classe d'actifs peut être positif comme négatif « pour tirer partie des tendances haussières comme baissières ». Par exemple, la stratégie adoptée pourrait consister à vendre (à découvert) l'indice lié aux matières premières ou encore à parier sur la baisse des actions européennes.
- [503] L'allocation doit conduire à un portefeuille dont la volatilité historique sur un an glissant est inférieure à 10 %. A l'exception de l'EONIA¹⁷, le poids dans chaque actif doit être compris entre 25 % et -25 % pour éviter une trop forte concentration sur un actif. Font exception les indices HSCEI et EPRA ZONE EURO dont le poids dans l'indice ne peut varier de plus de 10 % d'un mois sur l'autre.
- [504] L'allocation obtenue doit être globalement acheteuse : la somme des pondérations, hors EONIA, doit ainsi être comprise entre 0 % et 100 %, certains poids pouvant cependant être négatifs.
- [505] **Le DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED est un indice de matières premières créé par BNP PARIBAS en collaboration avec DIAPASON COMMODITIES MANAGEMENT SA. Il représente un univers de 45 matières premières offrant une exposition sur plusieurs zones géographiques (Europe, Etats-Unis, Asie) et introduit des contrats sur le charbon et l'électricité. La gestion de l'indice est automatique et sans intervention humaine en se fondant sur l'algorithme mentionné ci-dessus.**

¹⁷ L'EONIA (*Euro OverNight Index Average*) est le taux de référence quotidien des dépôts interbancaires « en blanc » (c'est-à-dire sans être gagés par des titres) effectués au jour-le-jour dans la zone euro.

Tableau 40 : Composition de l'indice DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED

NOM	POIDS	SECTEUR
NYMEX WTI	12.8%	ENERGIE
NYMEX Natural Gas	11.0%	ENERGIE
ICE Brent	7.7%	ENERGIE
LME Copper	6.7%	METAUX
LME Aluminium	6.1%	METAUX
COMEX Gold	6.0%	METAUX
NYMEX No. 2 Heating Oil	3.9%	ENERGIE
ICE Gas Oil	3.6%	ENERGIE
CME Random Lumber	2.6%	AGRICULTURE
TOCOM Gasoline	2.3%	ENERGIE
CBOT Soybeans	2.3%	AGRICULTURE
CBOT Corn	2.3%	AGRICULTURE
NYMEX RBOB (gasoline blendstock)	2.1%	ENERGIE
NYBOT Sugar #	11 2.1%	AGRICULTURE
CBOT Wheat	1.8%	AGRICULTURE
CME live Cattle	1.8%	AGRICULTURE
LME Zinc	1.7%	METAUX
TOCOM Kerosene	2.6%	ENERGIE
COMEX Silver	1.6%	METAUX
NYBOT Coffee C	1.3%	AGRICULTURE
KCBT Wheat	1.2%	AGRICULTURE
NYBOT cotton #2	1.2%	AGRICULTURE
NYMEX Coal	1.2%	ENERGIE
LME Nickel	1.1%	METAUX
CBOT Soybean Meal	1.1%	AGRICULTURE
NYMEX ClearPort PJM Electricity Futures	1.0%	ENERGIE
CME Lean Hogs	0.9%	AGRICULTURE
TOCOM Rubber	0.8%	AGRICULTURE
TGE Corn	0.7%	AGRICULTURE
CBOT Soybean oil	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT White Sugar	0.7%	AGRICULTURE
CME feeder Cattle	0.7%	AGRICULTURE
TOCOM Platinum	0.9%	METAUX
EURONEXT Cocoa	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT Robusta Coffee 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
CBOT Rough Rice 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
TGE NGM Soybeans	0.6%	AGRICULTURE
LME Aluminium Alloy	0.5%	METAUX
NYBOT Cocoa	0.5%	AGRICULTURE
LME Lead	0.5%	METAUX
CBOT Ethanol	0.4%	ENERGIE
NYBOT Orange Juice Frozen Concentrate	0.4%	AGRICULTURE

Source : Contrat du BMTN.

- [506] Le BMTN MILLENIUM est un titre à capital garanti dont la valorisation est complexe. Une contre-valorisation est réalisée mensuellement par la société SUNGARD. L'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale énonce toutefois que cette seconde valorisation doit faire l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence. **Le BMTN n'est donc pas éligible.**

Annexe 10 : Anomalies relevées par le dépositaire

[507] La mission a demandé à disposer des données de relevé des anomalies des fonds. Il lui a été donné les relevés pour 10 sociétés de gestion et 17 fonds dédiés et un total de 222 anomalies.

1. REPARTITION DES ANOMALIES PAR ANNEES ET PAR FONDS

[508] D'un point de vue général, la tendance est à la diminution du nombre d'anomalies.

Tableau 41 : Répartition par année et par fonds

LIBELLÉ de l'OPCVM	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	%
FDRN EMERGENTS ODDO				15	16	8	39	18 %
HOICHE CONVERTIBLES	11	12	4	3	5	2	37	17 %
CRN GESTION 01 FCP	14	15					36	16 %
CRN ACROPOLE OC	6	7		1	4	3	21	9 %
HOICHE OBLIGATIONS	2	4	2	7	4		19	9 %
FDRN – ODDO	2	2	3	6	2	2	17	8 %
FDRN AIM	4	7				1	12	5 %
CRN CCR ACTIONS	5	4	5	2			9	4 %
FDRN-BNP PAM			6	2			8	4 %
FDRN LFP			3	2	1	1	7	3 %
CRN LFP OBLIG			2		1	1	4	2 %
CRN HOICHE OBLIG	1		2				3	1 %
FDRN LFP		3					3	1 %
FDRN-HSBC AME FCP			3				3	1 %
CRN-MANDARINE-ACTIONS			1	1			2	1 %
CRN MANDARINE ACTIONS		1					1	0 %
HOICHE ACTIONS			1				1	0 %
TOTAL	45	55	32	39	33	18	222	100 %

Source : Exploitation données CRN.

[509] Cependant, trois fonds concentrent 50 % des anomalies.

2. REPARTITION PAR SOCIETE DE GESTION

[510] Trois sociétés de gestion concentrent 68 % des anomalies.

Tableau 42 : Répartition par année et par société de gestion

SOCIÉTÉ DE GESTION	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	13	16	13	12	9	2	65	29%
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	2	2	3	21	18	10	56	25 %
NATIXIS AM	14	15					29	13 %
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	6	7		1	4	3	21	9 %
CCR ASSET MANAGEMENT	5	4	5	2			16	7 %
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS		3	5	2	2	2	14	6 %
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	4	7				1	12	5 %
AMUNDI	1		2				3	1 %
HALBIS CAPITAL MANAGEMENT FRANCE			3				3	1 %
MANDARINE GESTION		1	1	1			3	1 %
TOTAL	45	55	32	39	33	18	222	100 %

Source : Exploitation données CRN.

3. DELAIS DE CLOTURE DES ANOMALIES

- [511] Le délai médian est de 8 jours (on n'utilisera pas le délai moyen en raison de délais très importants).
- [512] On constate un cas où le délai est négatif, en raison vraisemblablement d'une erreur de saisie de la date de clôture : ce point montre que les contrôles opérés sur le suivi sont pour le moins limités puisqu'un délai négatif de -724 jours n'est pas décelé.
- [513] Il existe des anomalies significatives non closes et anciennes à la date de fourniture des données et des délais importants pour des anomalies notables (cf. tableau joint).

4. NATURE DES ANOMALIES

- [514] La nature de celles qui ont été non résolues pendant plus de 30 jours est la suivante

Tableau 43 : Nature des anomalies non réglées ou réglées en plus de 30 jours

Société de gestion	Produit	Anomalie	Anomalie	Régularisation	Délai
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	L'OPCVM est investi dans des titres d'émetteurs notés moins que BBB	04/05/2010	01/03/2011	301
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN - ODDO	L'OPCVM est investi dans des titres d'émetteurs notés moins que BBB	02/05/2010	07/06/2010	36
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	CRN LFP OBLIG	L'OPCVM est investi sur des obligations de maturité supérieure au 25/10/2015	27/04/2012	15/06/2012	49
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	CRN LFP OBLIG	L'OPCVM est investi sur des obligations de maturité supérieure au 31/12/2015	09/04/2009	06/07/2009	88
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE CONVERTIBLE	L'OPCVM est investi dans des obligations convertibles non européennes	23/11/2007		1805
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN - ODDO	L'OPCVM intervient sur des marchés n'appartenant pas à l'EEE	18/03/2012	17/04/2012	30
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	L'OPCVM investit dans des titres intégrant des dérivés alors que sa notice le lui interdit formellement	26/12/2007		1772
NATIXIS AM	CRN GESTION 01 FCP	L'OPCVM investit dans des titres intégrant des dérivés alors que sa notice le lui interdit formellement	18/12/2007	17/01/2008	30
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	FDRN LFP	L'OPCVM ne doit pas courir de risque de change	30/09/2008	07/11/2008	38
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	La détention d'obligations et TCN est interdite	07/10/2011	17/01/2012	102
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le pourcentage de 10 % de détention d'OPCVM et/ou de fonds d'investissement est dépassé	22/06/2008	17/08/2008	56
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	Le pourcentage de 10 % de détention d'OPCVM et/ou de fonds d'investissement est dépassé	20/12/2011	07/02/2012	49
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	FDRN-BNP PAM	Le ratio de 10 % d'investissement dans un autre OPCVM est dépassé	12/07/2009	11/10/2009	91
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur est dépassé	29/07/2012		95
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif d'un autre OPCVM est dépassé	20/11/2011	25/03/2012	126
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif d'un autre OPCVM est dépassé	01/11/2010	30/01/2011	90
ACROPOLE	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif	23/10/2011	04/12/2011	42

ASSET MANAGEMENT		d'un autre OPCVM est dépassé			
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	12/08/2011	20/09/2011	39
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	30/04/2010	01/06/2010	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	18/06/2010	20/07/2010	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	24/12/2010	25/01/2011	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	05/08/2011	06/09/2011	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	11/06/2010	12/07/2010	31
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	FDRN-BNP PAM	L'OPCVM ne respecte pas son ratio maximum de détention de parts d'OPCVM	12/07/2009	11/10/2009	91
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE CONVERTIBLE	Les comptes de liquidités sont débiteurs	07/12/2007		1791
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN ODDO	Les comptes de liquidités sont débiteurs	20/04/2008	01/06/2008	42

Source : Exploitation IGAS données CRN