



Inspection générale
des affaires sociales
RM2012-064P

Contrôle des placements de l'Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'Etat et des collectivités publiques (IRCANTEC)

RAPPORT DÉFINITIF

Établi par

Vincent RUOL
Membre de l'Inspection générale des affaires sociales

- Décembre 2012 -

Synthèse

Dans le cadre d'une mission générale de contrôle des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission en annexe 1) une mission composée de Vincent RUOL¹ a procédé au contrôle de l'institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC). Ce contrôle portait sur les exercices 2006 à 2011.

Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 4 avril et le 13 septembre 2012. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 2. La caisse a fait parvenir ses observations par courrier du 13 novembre 2012. **Ces observations, qui n'appellent pas de commentaire de la part de la mission, sont regroupées en annexe 10.**

1. Une caisse gérant un unique régime de retraite

L'IRCANTEC est une caisse de retraite complémentaire obligatoire financée par répartition gérant un unique régime à destination des agents non titulaires de l'État, des collectivités territoriales ainsi que de divers organismes (établissements publics de l'État ou des collectivités territoriales, Banque de France etc...). Son conseil d'administration est composé de 16 représentants des employeurs publics, de 16 représentants des syndicats représentant les affiliés et de 2 personnalités qualifiées.

L'IRCANTEC est soumis à un régime juridique original, précisé pour l'essentiel dans le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 modifié ainsi que par l'arrêté du 30 décembre 1970 (JO du 9 février 1971) modifié. En particulier, le décret n° 70-1277 confie à la Caisse des dépôts et consignations la gestion des opérations de l'IRCANTEC qui ne dispose donc pas de services propres.

S'agissant des règles concernant les placements financiers, les articles R. 623-2 et suivants du code de la sécurité sociale ne sont pas applicables à l'IRCANTEC. La caisse définit ainsi ses propres règles de placement au travers de décisions du conseil d'administration.

L'IRCANTEC dégage des excédents techniques récurrents qui lui ont permis de constituer des réserves. Ces réserves sont placées sur les marchés financiers pour une valeur de réalisation fin 2011 de 5,9 G€.

2. Une politique de placements devant être mieux formalisée

L'IRCANTEC réalise annuellement des projections de flux techniques (cotisations et prestations). Ces flux – et en particulier la chronique des résultats techniques – sont pris en compte dans l'allocation d'actifs afin de satisfaire les critères de solvabilité définis par la réglementation :

- à titre principal, une règle d'épuisement des réserves à horizon de 30 ans glissants ;
- à titre accessoire, une règle de constitution d'une réserve « de précaution » correspondant à un niveau de réserves à horizon de 20 ans supérieur ou égal à un an et demi de prestations au même horizon.

L'allocation d'actifs s'effectue dans un univers de placement et un cadre d'intervention restreints, issus de plusieurs décisions du conseil d'administration – les dernières en date concernant la politique d'investissement socialement responsable (ISR). Si la pertinence des choix retenus – et en particulier la limitation de l'univers d'investissement à des produits financiers simples – n'est pas remise en cause par la mission, une série de décisions du conseil d'administration ne saurait tenir lieu de politique de placements.

¹ Yann-Gaël AMGHAR et Virginie CAYRÉ ont également apporté leur concours à la mission.

La politique de placements n'est ainsi formalisée dans aucun document. L'ensemble des éléments la composant se trouvent dans des textes épars, comme les règles de solvabilité, l'univers de placement, les règles ISR ou autres documents d'orientation validés en conseil d'administration (recours à des fonds dédiés ou choix d'une gestion active, par exemple).

3. Une gouvernance vivante qui pourrait être enrichie

L'IRCANTEC propose à ses administrateurs des formations en matière financière et comptable. Cela permet aux débats de ne pas se limiter à une discussion de spécialistes et enrichit la démocratie interne de la caisse. En pratique, les débats en conseil d'administration sont bien retracés et laissent supposer une démocratie interne vivante.

La commission de pilotage technique et financier (CPTF), organe émanant du conseil d'administration et préparant ses décisions en matière financière et technique, ne voit au contraire pas ses débats retracés. Les administrateurs qui n'en sont pas membres ne disposent donc pas de la teneur exacte des arguments développés lors des séances de cette commission. La CPTF ne saurait évoluer vers un rôle plus décisionnel sans qu'un contrôle, même a posteriori, par le conseil d'administration ne puisse être effectué.

Le reporting effectué par la Caisse des dépôts et consignations est généralement de bonne qualité. Il conviendrait de l'enrichir avec des indicateurs de risque de type volatilité ou la Value at Risk (VaR) qui permettraient aux administrateurs de quantifier l'exposition des placements de l'IRCANTEC aux risques de taux, actions, de défaut, de change etc...

Le rapport de contrôle interne présenté au conseil d'administration est améliorable. Il ne décrit pas dans le détail les risques auxquels l'IRCANTEC est exposée, ni les mesures mises en œuvre afin de s'assurer de la maîtrise des risques, qui pourtant existent, comme le suivi ligne à ligne du portefeuille dédié ou des alertes communiquées par le dépositaire aux gérants de fonds.

La Caisse des dépôts et consignations a mis en place des règles déontologiques pour l'ensemble de ses agents, ce qui inclut ceux qui travaillent pour le compte de l'IRCANTEC. Ces règles déontologiques apparaissent sensiblement plus contraignantes que certaines de celles mises en œuvre dans certaines caisses en application de l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale.

Au contraire, les membres du conseil d'administration ne se sont pas dotés d'un semblable code de déontologie.

4. Une gestion déléguée maîtrisée de placements majoritairement obligataires

Les placements de l'IRCANTEC sont pour l'essentiel mobiliers : la poche immobilière en représente moins de 2 % en valeur de réalisation, et l'allocation stratégique prévoit une progressive augmentation de cette poche à hauteur de 5 %.

Les placements sont essentiellement obligataires (70 % en valeur de réalisation, dont 10 % indexés sur l'inflation) et actions (25 %), le reliquat (4 %) étant placé en monétaire pour les besoins de la trésorerie de l'IRCANTEC. Les placements obligataires sont essentiellement (94 %) des titres souverains ou sous-souverains de la zone euro émis par l'Allemagne (39% des titres de dette publique détenus), la France (32 %), l'Italie (9 %), les Pays-Bas (6 %) ou l'Espagne (5 %).

Les placements mobiliers sont gérés à travers de fonds communs de placement (FCP) dédiés, dont la gestion a été confiée à 7 gérants (pour 10 FCP) à la suite d'un appel d'offres paru en décembre 2010. L'appel d'offres, structuré en quatre lots (gestion obligataire à taux fixe, gestion obligataire à taux indexé sur l'inflation, gestion actions et fonds tactiques « overlay » intervenant sur ces trois types d'actifs et permettant, dans les limites de l'allocation stratégique, d'ajuster la composition du portefeuille), doit conduire à la mise en place opérationnelle des fonds courant 2012.

Les risques sont suivis par la Caisse des dépôts et consignations :

- les positions ligne à ligne prises au sein des FCP sont consolidées de manière quotidienne et exploitées de manière mensuelle ;

- la Caisse des dépôts et consignations, dans son rôle de dépositaire des FCP, suit les positions prises par les gérants et intervient lorsque celles-ci ne sont pas conformes au cahier des charges du fonds.

Les frais supportés par les FCP ne sont pas suivis de manière régulière. Ainsi, si les frais de gestion financière se sont élevés à 10,5 M€ en 2011 (auxquels s'ajoutent 2,1 M€ de frais de courtage), la caisse n'est pas en mesure de ventiler ces frais en catégories plus fines. En matière obligatoire, la « best execution » des ordres d'achat ou de vente n'est pas contrôlée, même par sondage.

Sommaire

SYNTHESE	3
RAPPORT	9
1. UNE CAISSE GERANT UN UNIQUE REGIME DE RETRAITE.....	9
1.1. <i>Une caisse de retraite complémentaire obligatoire à la nature juridique incertaine dépourvue de services propres</i>	9
1.1.1. Une caisse destinée aux agents non titulaires de l'État et des collectivités territoriales.....	9
1.1.2. Un cadre juridique original.....	9
1.1.3. Une caisse dépourvue de services	11
1.2. <i>Un régime de retraite avec une démographie encore favorable</i>	12
1.2.1. Un régime de retraite dont le pilotage devrait être progressivement transféré au conseil d'administration.....	12
1.2.2. Un solde technique excédentaire	13
1.2.3. Des placements financiers représentant plus de deux ans de prestations	14
2. UNE POLITIQUE DE PLACEMENTS DEVANT ETRE MIEUX FORMALISEE.....	16
2.1. <i>Des flux techniques régulièrement suivis</i>	16
2.1.1. Un suivi en interne annuel des projections de flux techniques.....	16
2.1.2. Des études ponctuelles pour l'allocation stratégique.....	17
2.2. <i>Une politique de placements résultant de plusieurs délibérations non consolidées du conseil d'administration</i>	22
2.2.1. Des règles de solvabilité contraignant la politique de placements posées par la réglementation	22
2.2.2. Un règlement financier ne définissant pas le contenu ou les principes de la politique de placements	23
2.2.3. Une politique de placements issue d'une série de décisions du conseil d'administration.....	23
3. UNE GOUVERNANCE VIVANTE QUI POURRAIT ENCORE ETRE ENRICHIE	27
3.1. <i>Un conseil d'administration formé et informé</i>	27
3.1.1. Des administrateurs formés pour assumer leurs missions	27
3.1.2. Des débats en commission de pilotage technique et financier non retracés	28
3.1.3. Un conseil d'administration débattant effectivement des orientations stratégiques	30
3.2. <i>Des procédures de contrôle interne insuffisamment formalisées</i>	30
3.3. <i>Une déontologie des administrateurs à renforcer</i>	31
3.4. <i>Des coûts de gestion du processus financier et trésorerie n'incluant pas la gestion d'actifs</i>	32
4. UNE GESTION DELEGUEE MAITRISEE DE PLACEMENTS MAJORITAIREMENT OBLIGATAIRES	33
4.1. <i>Des placements immobiliers marginaux</i>	33
4.2. <i>Une gestion déléguée des placements mobiliers</i>	34
4.2.1. Un portefeuille délégué composé de 8 FCP au 31 décembre 2011	34
4.2.2. Un appel d'offres de décembre 2010 mis en œuvre courant 2012 et modifiant profondément la structure des fonds dédiés.....	40

4.3. Des placements mobiliers majoritairement investis en obligations.....	41
4.3.1. Un portefeuille obligataire presque uniquement investi en titres d'État	41
4.3.2. Un portefeuille d'actions cotées	42
4.4. Une gestion active du portefeuille	42
4.5. Des risques suivis	43
ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION.....	45
ANNEXE 2 : METHODE DE TRAVAIL ET LISTE DES PERSONNES RENCONTREES... 47	47
ANNEXE 3 : REPARTITION GEOGRAPHIQUE DES EMETTEURS DE TITRES DETENUS PAR L'IRCANTEC	49
ANNEXE 4 : EXEMPLE DE REPORTING MENSUEL DE L'IRCANTEC.....	53
ANNEXE 5 : ANALYSE DES UNIVERS D'INVESTISSEMENT DES NOUVEAUX FCP.....	65
ANNEXE 5 BIS: ORDRES DU JOUR DES REUNIONS DE LA COMMISSION DE PILOTAGE TECHNIQUE ET FINANCIER	69
ANNEXE 6 : EXTRAIT DU PROCES VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 23 JUIN 2010	73
ANNEXE 7 : EXTRAIT DU PROCES VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 14 DECEMBRE 2010.....	79
ANNEXE 8 : EXTRAIT DU PROCES VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 14 DECEMBRE 2010.....	83
ANNEXE 9 : EXTRAIT DU PROCES VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 15 DECEMBRE 2011.....	87
ANNEXE 10 : REPONSE DE L'IRCANTEC AUX OBSERVATIONS DE LA MISSION	93

Rapport

1. UNE CAISSE GERANT UN UNIQUE REGIME DE RETRAITE

- [1] L'institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques (IRCANTEC) est chargée de gérer le régime complémentaire obligatoire des agents non titulaires de la fonction publique et de divers autres organismes.

1.1. Une caisse de retraite complémentaire obligatoire à la nature juridique incertaine dépourvue de services propres

1.1.1. Une caisse destinée aux agents non titulaires de l'État et des collectivités territoriales

- [2] Créée par le décret n°70-1277 du 23 décembre 1970, l'IRCANTEC est le régime complémentaire de retraite par répartition des agents non titulaires de l'État, des collectivités territoriales, des établissements publics, de la Banque de France, des secteurs électrique et gazier, et d'organismes d'intérêt général à financement public. Il assure également le versement de prestations de capital-décès. L'article 2 du décret prévoit que « l'ensemble des opérations de gestion de l'institution est confié à la Caisse des dépôts et consignations ».

1.1.2. Un cadre juridique original

- [3] L'IRCANTEC est « *institution de prévoyance fonctionnant dans les conditions prévues par les dispositions du titre III du livre VII du code de la sécurité sociale* » (article 1^{er} du décret n° 70-1277). Le titre III du livre VII du code de la sécurité sociale est abrogé² depuis 1994.

- [4] Le régime juridique qui lui est applicable résulte principalement de deux textes :

- le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 portant création d'un régime de retraites complémentaire des assurances sociales en faveur des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques. Ce décret a été modifié récemment par le décret n°2011-2084 du 30 décembre 2011 qui a soumis la caisse au plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS) et le décret n° 2008-996 du 23 septembre 2008 qui a renforcé les compétences du conseil d'administration de la caisse ;
- l'arrêté du 30 décembre 1970 relatif aux modalités de fonctionnement du régime de retraites complémentaire des assurances sociales institué par le décret du 23 décembre 1970 (JO du 9 février 1971). Cet arrêté a été principalement modifié par l'arrêté du 30 décembre 2008 portant diverses dispositions relatives aux modalités de fonctionnement du régime de retraites complémentaire des assurances sociales institué par le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 (JO du 3 janvier 2009) et par l'arrêté du 23 septembre 2008 modifiant l'arrêté du 30 décembre 1970 relatif aux modalités de fonctionnement du régime de retraites complémentaire des assurances sociales institué par le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 (JO du 24 septembre 2008).

² Loi n° 94-678 du 8 août 1994 relative à la protection sociale complémentaire des salariés et portant transposition des directives n° 92-49 et n° 92-96 des 18 juin et 10 novembre 1992 du Conseil des communautés européennes, article 16.

- [5] Les agents affiliés à l'IRCANTEC relevant essentiellement du régime général pour leur base, ils sont largement soumis aux dispositions du code de la sécurité sociale.
- [6] Le droit applicable à l'IRCANTEC mêle les renvois au code de la sécurité sociale (comme l'application du PCUOSS³), les dispositions propres du décret et de l'arrêté de 1970 modifiés, et, dans certains cas, l'absence d'un droit positif. Ainsi, le régime n'est pas soumis à une réglementation des placements financiers équivalente à celle des articles R. 623-1 et suivants du code de la sécurité sociale.

Encadré : La nature juridique de l'IRCANTEC

L'IRCANTEC était, lors de sa création, soumise aux dispositions de l'article L. 4 du code de la sécurité sociale : *« Les institutions de prévoyance ou de sécurité sociale autres que celles visées aux articles L. 1 à L. 3 [organismes de sécurité sociale et régimes spéciaux] et que les sociétés mutualistes, établies dans le cadre d'une ou plusieurs entreprises au profit de travailleurs salariés ou assimilés, ne peuvent être maintenues ou créées qu'avec l'autorisation du ministre du Travail et de la Sécurité sociale, et en vue seulement d'accorder des avantages s'ajoutant à ceux qui résultent de l'organisation de la sécurité sociale ».*

Suivant la renumérotation du code de la sécurité sociale opérée par le décret n°85-1353 du 17 décembre 1985, cet article devient l'article L. 731-1 du code de la sécurité sociale. Le décret n°88-101 du 28 janvier 1988 substitue la référence à l'article L. 4 du code de la sécurité sociale par celle au titre III du livre VII du code de la sécurité sociale.

L'article L. 731-1 du code de la sécurité sociale est ensuite reclassé en article L. 732-1 par la loi n° 89-1009 du 31 décembre 1989. Les institutions visées peuvent revêtir deux natures :

- des organismes ne couvrant pas intégralement et à tout moment par des provisions techniques leurs engagements ;
- d'autres organismes de retraite complémentaire.

À compter du 10 août 1994, le titre III du livre VII du code de la sécurité sociale est abrogé. La loi n°94-678 du 8 août 1994 support de cette abrogation crée le livre IX du code de la sécurité sociale. Or les nouvelles dispositions du livre IX du code de la sécurité sociale ne sont pas un simple transfert des dispositions anciennes du titre III du livre VII. Sont ainsi distingués les régimes suivants :

- les régimes de retraite complémentaire des salariés (titre II) ;
- les institutions de prévoyance (titre III) ;
- les institutions de retraite supplémentaire (titre IV), devenues institutions de gestion de retraite supplémentaire à la suite de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003.

L'IRCANTEC ne relève manifestement pas des titres III (régimes par capitalisation) et IV (régimes supplémentaires) du livre IX du code de la sécurité sociale. Les dispositions du titre II apparaissent, pour certaines d'entre elles, difficilement applicables à l'IRCANTEC : l'article L. 921-4 prévoit en particulier que les *« régimes de retraite complémentaire des salariés relevant du présent chapitre sont institués par des accords nationaux interprofessionnels étendus et élargis »* ; l'article L. 922-2 dispose que *« la ou les entreprises qui adhèrent à une institution de retraite complémentaire en deviennent membres adhérents »*. Ces difficultés pratiques pourraient expliquer le maintien du renvoi, dans le décret régissant l'IRCANTEC, à des dispositions abrogées depuis près de deux décennies.

En toute hypothèse, les dispositions des articles R. 623-1 et suivants du code de la sécurité sociale ne sont pas applicables à l'IRCANTEC.

³ Décret n° 70-1277, art. 2, V : *« Les comptes annuels sont établis en application du plan comptable unique des organismes de sécurité sociale mentionné par l'article L. 114-5 du code de la sécurité sociale, sous réserve des adaptations nécessaires à son activité, fixées par arrêté conjoint du ministre chargé du budget et du ministre chargé de la sécurité sociale, après avis du Conseil de normalisation des comptes publics »*. Le décret n° 2011-2084 du 30 décembre 2011 modifie le plan comptable de l'IRCANTEC en adaptant le PCUOSS. Les premiers comptes concernés par cette modification seront ceux de l'exercice 2012.

- [7] La caisse est placée sous la tutelle d'un conseil de tutelle qui comprend un commissaire du Gouvernement et son suppléant désignés par arrêté conjoint du ministre chargé du budget et du ministre chargé de la sécurité sociale, et un représentant de chacun des ministres chargés du budget, de la sécurité sociale, des collectivités territoriales, de la fonction publique et de la santé. En l'espèce, le commissaire du gouvernement est le chef du bureau de la direction de la sécurité sociale en charge de la protection sociale et son suppléant le chef de bureau complémentaire de la direction du budget en charge des régimes spéciaux.
- [8] Le conseil d'administration est composé de 16 représentants des organisations syndicales, de 16 représentants des employeurs (dont 8 représentants de l'État, 4 des collectivités territoriales et 4 de la FHF) et deux personnalités qualifiées.
- [9] Le droit du régime est défini par le décret et l'arrêté de 1970. La réforme du régime en 2008 lui donne une autonomie accrue pour son pilotage⁴ qui prendra pleinement ses effets à compter de 2018 :
- le conseil d'administration prévoira dans un plan quadriennal les conditions de réalisation de l'équilibre de long terme, et déterminera les règles d'évolution de la valeur du point de retraite et du salaire de référence (déterminant la valeur d'acquisition du point) et en fixera, chaque année, la valeur. À défaut de ce plan quadriennal, l'évolution de ces valeurs sera déterminée par arrêté ;
 - il proposera une évolution des taux de cotisation sur la période quadriennale et le décret fixant les taux de cotisation sera soumis pour avis au conseil d'administration.

1.1.3. Une caisse dépourvue de services

- [10] Conformément au V de l'article 2 du décret n° 70-1277 modifié, « l'ensemble des opérations de gestion de l'institution est confié à la Caisse des dépôts et consignations ». La direction des retraites et de la solidarité (DRS) de la Caisse des dépôts et consignations est chargée de l'intégralité de la gestion du régime.
- [11] S'agissant des aspects financiers, deux directions sont particulièrement sollicitées :
- la direction de la gouvernance, rattachée à l'établissement d'Angers est chargée des études de passif. Elle produit ainsi les simulations d'encaissements et de décaissements techniques (cotisations et prestations) ;
 - la direction des investissements et de la comptabilité (DIC), rattachée à la DRS, est chargée des études d'allocation d'actif ainsi que de la mise en œuvre et du suivi opérationnel de la politique de placement.
- [12] Ces deux structures ne travaillent pas exclusivement pour l'IRCANTEC et ne sont donc pas à des services dédiés.

⁴ Décret n° 2008-996 du 23 septembre 2008. Ces dispositions ne s'appliqueront qu'à compter du 1^{er} janvier 2018.

Encadré : La Direction des retraites et de la solidarité de la CDC

La DRS assume la gestion de plusieurs régimes et fonds de protection sociale : fin 2011, c'étaient ainsi 47 fonds et régimes qui étaient gérés, parmi lesquels, outre l'IRCANTEC :

- La Caisse nationale de retraite des agents des collectivités locales (CNRACL) ;
- Le Régime additionnel de la fonction publique (RAFP) ;
- La retraite des mines ;
- Certains fonds ou régimes de retraite catégoriels (ouvriers d'État, débitants de tabac...) ;
- Certains fonds de solidarité (Fonds pour l'insertion des personnes handicapées dans la fonction publique, Fonds de compensation du supplément familial...).

Le périmètre de gestion varie d'un régime ou fonds à un autre : dans le cas de l'IRCANTEC, c'est l'intégralité de la gestion qui est visée alors que dans le cas du RAFP, seule la gestion administrative est concernée.

La DRS comporte 3 établissements (Angers, Bordeaux et Paris) et 4 directions :

- l'établissement d'Angers assure la gestion administrative de l'IRCANTEC ;
- l'établissement de Bordeaux assure la gestion administrative de la CRNACL, du RAFP, et de certains fonds (fonds spécial des pensions des ouvriers des établissements industriels de l'État, service de l'allocation de solidarité aux personnes âgées, fonds commun des accidents du travail etc...) ;
- l'établissement de Paris assure la gestion administrative de la retraite des mines ;
- la direction des systèmes d'information ;
- la direction des investissements et de la comptabilité ;
- la direction du développement des relations institutionnelles ;
- la direction de la communication.

1.2. Un régime de retraite avec une démographie encore favorable

- [13] Le régime a connu sa dernière réforme en 2008. Celle-ci a progressivement transféré son pilotage au conseil d'administration. Bénéficiant d'une démographie favorable, l'IRCANTEC met en réserve ses excédents techniques qui sont placés sur les marchés financiers.

1.2.1. Un régime de retraite dont le pilotage devrait être progressivement transféré au conseil d'administration

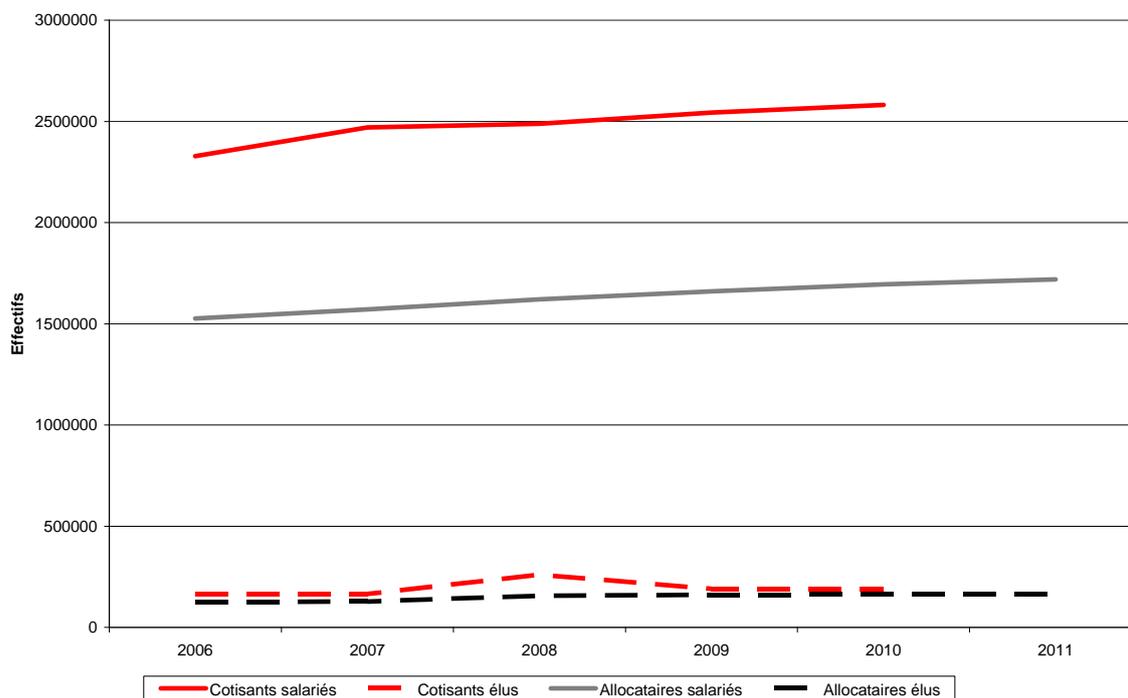
- [14] L'IRCANTEC est un régime en points. Les cotisations sur les salaires étaient, jusqu'en 2010, au taux de 4,5 % sur la tranche A (dans la limite du plafond annuel de la sécurité sociale) et de 14 % sur la tranche B (au-delà du plafond annuel de la sécurité sociale), avec un taux d'appel à 125 % (soit des taux effectifs de cotisation de 5,625 % et 17,5 %). Les taux de cotisation sont en cours de relèvement, dans le cadre de la réforme de 2008, pour atteindre 5,6 % et 15,6 % en 2017 (soit, avec le même taux d'appel de 125 %, des taux effectifs de 7% et 19,5 %).
- [15] L'ouverture du droit à pension est soumise à l'atteinte de l'âge d'annulation de la décote. Le droit à pension peut toutefois être ouvert 10 ans plus tôt, avec application à la pension d'un coefficient d'anticipation. Selon le nombre de points, la pension est versée en capital, en versement annuel, trimestriel ou mensuel.
- [16] L'évolution de la valeur de service du point est calée sur celle des pensions du régime général depuis le 1^{er} janvier 2004, et ce jusqu'en 2017.
- [17] L'évolution du salaire de référence pour la période 2009-2017 (valeur d'achat du point) résulte de l'évolution du rendement réel du régime (égal au quotient de la valeur de service du point par le salaire de référence et le taux d'appel), déterminée par arrêté pour la période 2009-2017.

- [18] Au-delà, les règles d'évolution du salaire de référence et de la valeur de service seront fixées par le conseil d'administration, afin d'assurer le respect des règles de pilotage déterminées par l'arrêté : épuisement des réserves à 30 ans, et détention d'1,5 année de prestations en réserves à 20 ans.

1.2.2. Un solde technique excédentaire

- [19] En 2011, le régime comptait 1,88 million de pensionnés (dont 1,57 millions de droits propres) et 2,77 millions de cotisants (estimation fournie pour l'établissement des comptes de la sécurité sociale), soit un ratio de 1,47.

Graphique 1 : Effectifs de cotisants et d'allocataires du régime



Source : IGAS d'après données IRCANTEC.

- [20] Avec un ratio charges techniques / ressources techniques situé entre 83 et 85 %, le régime est constamment excédentaire. Selon le rapport présenté au conseil d'administration le 29 mars 2012, il ne deviendrait déficitaire qu'à partir de 2030 dans le scénario de stabilité de l'effectif cotisant et 2033 dans le scénario B du conseil d'orientation des retraites (COR).
- [21] Hors résultats de la gestion financière, son excédent se situe entre 204 et 290 M€ par an.

Tableau 1 : Résultats du régime (hors gestion financière)

Sommes en M€		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gestion technique	Ressources	2011,95	2175,57	2302,18	2385,85	2495,15	2579,19
	Charges	1675,07	1860,71	1928,38	2033,75	2109,61	2276,49
	Solde	336,88	314,86	373,8	352,1	385,54	302,70
Charges de gestion administrative		69,4	70,8	75,16	80,33	83,96	86,80
Solde action sociale		7,07	7,39	8,58	9,06	8,59	11,15
Solde général hors gestion financière		260,41	236,67	290,06	262,71	292,98	204,75

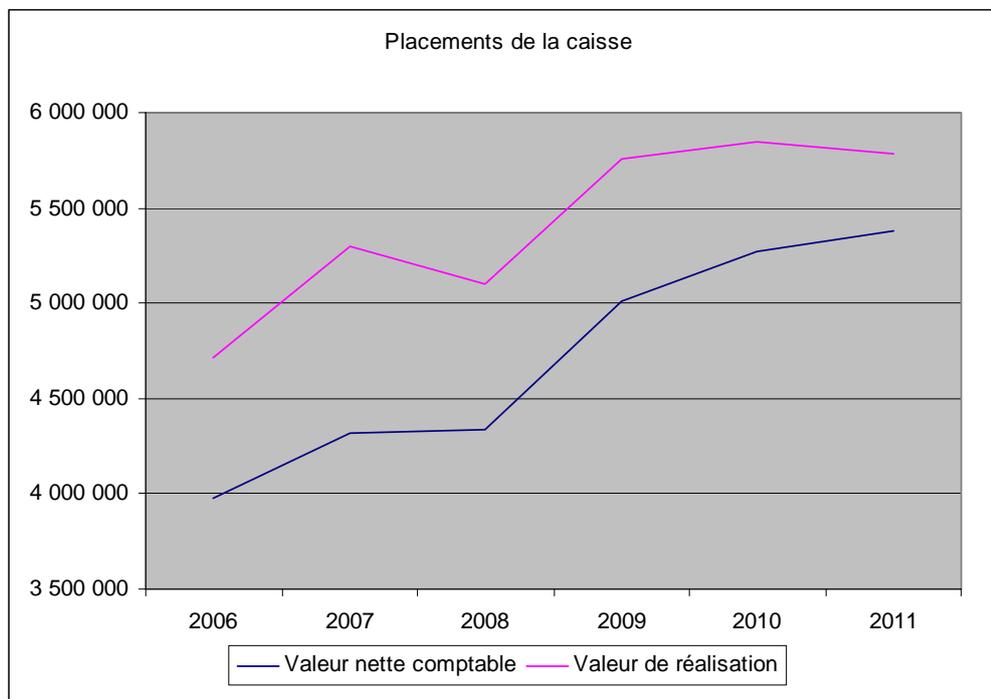
Source : IGAS d'après données IRCANTEC.

- [22] Ces excédents techniques ont permis à l'IRCANTEC d'accumuler des placements représentatifs des réserves⁵ qui s'élèvent au 31 décembre 2011 à 5 395,8 M€ en valeur nette comptable.

1.2.3. Des placements financiers représentant plus de deux ans de prestations

- [23] Les placements financiers de l'IRCANTEC s'élèvent au 31 décembre 2011 à 5 864,6 M€ en valeur de réalisation. Ils ont crû au cours de la période sous revue (2006-2011).

Graphique 2 : Valeurs nette comptable et de réalisation des placements financiers de l'IRCANTEC



Source : IGAS d'après données IRCANTEC

⁵ Les réserves de la caisse s'élèvent en fait à 5 089,1 M€ au 31 décembre 2011. La caisse comptabilise en outre 793,0 M€ de provisions pour risques et charges.

- [24] En dehors de la trésorerie, ces placements sont gérés de manière déléguée dans trois types d'OPCVM :
- des OPCVM obligataires, pour 41 % du portefeuille en 2011 ;
 - un OPCVM actions, pour 8 % du portefeuille en 2011 ;
 - des OPCVM dits diversifiés (comprenant des obligations et des actions), pour 51 % du portefeuille.
- [25] Les placements financiers représentent, en valeur comptable, plus de 2,5 années de charges techniques. De ce fait, les résultats de la gestion financière représentent des montants inférieurs aux soldes de gestion technique, et pèsent toujours moins de la moitié du solde global de l'IRCANTEC.

2. UNE POLITIQUE DE PLACEMENTS DEVANT ETRE MIEUX FORMALISEE

[26] L'IRCANTEC effectue des études de « passif » (pour l'essentiel, projections d'encaissements de cotisations et décaissements de prestations). Le conseil d'administration étudie diverses allocations d'actif envisageables sous la double contrainte de « passif » et de la politique de placements retenue.

2.1. Des flux techniques régulièrement suivis

[27] La règle de pilotage imposant le paiement des pensions à l'horizon de 30 ans par les cotisations futures et les réserves repose sur l'idée que les revenus des placements détenus par l'IRCANTEC devront pouvoir permettre de financer ses déficits techniques. Cette règle doit donc déterminer non seulement le pilotage des prestations et des cotisations mais aussi la politique de placements, qui doit garantir l'adéquation entre l'évolution des placements et le passif, c'est-à-dire les pensions et cotisations futures.

[28] Des projections de flux techniques sont réalisées annuellement par la CDC, et présentées au conseil d'administration. Des études ponctuelles, intégrant pour les plus récentes les critères de solvabilité de l'arrêté de 1970 modifié, sont par ailleurs produites afin d'arrêter l'allocation stratégique de l'IRCANTEC.

2.1.1. Un suivi en interne annuel des projections de flux techniques

[29] La CDC effectue annuellement des simulations de flux techniques (cotisations et prestations), en se fondant, comme hypothèse centrale, sur le scénario B du conseil d'orientation des retraites (COR). Ces simulations sont restituées régulièrement au conseil d'administration :

- lors de la séance du conseil d'administration du 14 décembre 2010, le rapport technique 2009 « Prévisions des conditions de réalisation de l'équilibre long terme » présente les projections de flux techniques dans le scénario B du COR : « *l'Ircantec connaîtrait un déficit technique à partir de 2029, qui s'élèverait à 781 M€ à l'horizon 2050. La consommation progressive des réserves, après la déclaration de ce déficit, les amènerait à 1,9 année de prestations en 2038 et à 0,7 année de prestations en 2048, ce qui permettrait au régime de vérifier ses critères de solvabilité dans ce scénario* ». Le scénario B du COR apparaissant peu adapté car « *il s'appuie sur des scénarios de rattrapage à la précédente référence en sortie de crise alors même que l'Ircantec a peu été affecté par celle-ci* », un scénario alternatif de stabilité de l'effectif cotisant, plus défavorable est également présenté : dans cette hypothèse, le « *déficit technique interviendrait en 2021 et consumerait les réserves à l'horizon 2038, empêchant la réalisation des critères de solvabilité* » ;

- lors de la séance du conseil d'administration du 15 décembre 2011, le rapport technique 2010 « conditions de réalisation de l'équilibre de long terme », les deux scénarios présentés l'année précédente sont maintenus mais les conclusions diffèrent sensiblement en raison de l'actualisation des paramètres démographiques et financiers : « *selon les scénarios, le nombre de pensionnés dépasserait le nombre de cotisants entre 2029 et 2032. Le déficit technique interviendrait en 2033 dans le scénario de stabilité de l'effectif cotisant et en 2039 dans le scénario B du COR : il serait compris entre 568 et 583 M€ à l'horizon de la projection. Les réserves seraient de 3,2 années de prestations dans le scénario le plus bas, soit très au dessus de la contrainte réglementaire d'une année et demie requise par le premier critère de solvabilité du régime. Elles resteraient positives à l'horizon de la projection, comprises entre 2,3 et 3,5 années de prestations en 2048, exercice correspondant à l'horizon de viabilité défini par le second critère de solvabilité du régime. Les réserves sont rémunérées en projection au taux réel de 2 % par an. Une hausse de 0,5 point de leur rémunération sur la durée de la projection améliorerait de 0,5 et de 0,7 an de prestations le niveau des réserves, respectivement en 2038 et 2048 dans le scénario B du COR. Inversement, une baisse de 0,5 point de la rémunération diminuerait les réserves de 0,5 et 0,6 an de prestation aux mêmes horizons* ».

[30] La Direction des retraites et de la solidarité de la CDC participe par ailleurs, pour le compte de l'IRCANTEC, à un groupe de travail initié par le COR sur les différentes méthodologies de simulation. La commission de pilotage technique et financier est en outre informée des travaux menés dans le cadre de cette activité. Ainsi, le document de travail du COR « Cadrage macroéconomique pour l'actualisation des projections du COR : Eléments de problématique et scénarios illustratifs » du 10 février 2010 a été présenté lors de la séance de la CPTF du 4 mars 2010.

2.1.2. Des études ponctuelles pour l'allocation stratégique

[31] L'IRCANTEC a commandé deux études, en 2007 et 2010, confiées pour la première au cabinet MERCER et pour la seconde à la CDC. Une troisième étude, effectuée en 2011 par la CDC afin d'arrêter l'allocation stratégique de la caisse, tranche avec les deux précédentes dans la mesure où elle n'intègre ni contrainte de passif, ni même critères de solvabilité.

2.1.2.1. L'étude de 2007

[32] La présentation de l'étude réalisée par le cabinet MERCER en 2007 présente d'abord un jeu de 16 allocations possibles et effectue des projections déterministes, c'est-à-dire pour lesquelles les paramètres du modèle sont fixés à l'avance. Ces scénarios sont stressés, c'est-à-dire testés avec des variantes afin d'évaluer l'impact pour le régime de modifications de la valeur de certains paramètres : inflation, croissance, rendement des actions ou des obligations.

[33] Les taux de couverture⁶ à 5 et 10 ans sont présentés dans le tableau suivant :

⁶ La notion de couverture n'est pas définie dans le document remis par le cabinet. Il s'agit probablement du rapport entre valeur actuelle probable des flux de passif (prestations) par les flux d'actif (cotisations et produits financiers).

Tableau 2 : Ratios de couverture en 2012/2017 (par allocation)

Ratio de couverture en 2012 / 2017 (en %)	Scénarios économiques et financiers déterministes		
	le + défavorable	central	le + favorable
Alloc. Actuelle (31% OE TF 1-3 + 39% OE 5 TF + 30% actions)	96,8 / 99,4	108,5 / 111,5	116,6 / 118,8
Alloc.1 (100% OE 8 TI)	100,4 / 101,3	105,6 / 106,6	110,9 / 112,0
Alloc.2 (100% OE 15 TI)	103,1 / 102,8	105,2 / 105,5	107,2 / 107,5
Alloc.3 (100% OE 5 TF)	97,7 / 99,2	106,0 / 106,7	112,9 / 113,6
Alloc.4 (100% OE 10 TF)	94,7 / 96,4	106,1 / 107,1	113,2 / 114,0
Alloc.5 (100% OE 15 TF)	92,2 / 94,8	106,7 / 108,7	120,5 / 122,5
Alloc.6 (50% OE 8 TI + 50% ONG 5 TF)	100,9 / 102,7	106,7 / 108,6	112,9 / 114,9
Alloc.7 (50% OE 15 TI + 50% ONG 5 TF)	102,3 / 103,8	106,5 / 108,0	111,0 / 112,5
Alloc.8 (45% OE 15 TI + 45% ONG 5 TF + 10% Actions)	103,2 / 106,2	107,7 / 110,4	112,5 / 115,1
Alloc.9 (37,5% OE 15 TI + 37,5% ONG 5 TF + 25% Actions)	99,8 / 104,2	109,4 / 114,2	114,7 / 119,0
Alloc.10 (35% OE 15 TI + 35% ONG 5 TF + 30% Actions)	98,5 / 103,4	110,0 / 115,4	115,5 / 120,3
Alloc.11 (30% OE 15 TI + 30% ONG 5 TF + 40% Actions)	95,8 / 101,8	111,2 / 118,0	117,0 / 123,0
Alloc.12 (50% OE 15 TI + 10% ONG 5 TF + 40% Actions)	95,3 / 100,8	110,7 / 116,9	115,4 / 120,8
Alloc.13 (25% OE 8 TI + 25% OE 15 TI + 10% ONG 5 TF + 40% Actions)	95,4 / 101,0	110,7 / 117,2	116,4 / 122,0
Alloc.14 (35% OE 15 TI + 40% ONG 5 TF + 20% Actions + 5% Immobilier)	101,1 / 105,1	109,0 / 113,3	114,4 / 118,2
Alloc.15 (35% OE 15 TI + 35% ONG 5 TF + 25% Actions + 5% Immobilier)	99,7 / 104,2	109,6 / 114,5	115,0 / 119,3
Alloc.16 (35% OE 15 TI + 35% ONG 5 TF + 20% Actions + 10% Immobilier)	100,9 / 105,0	109,1 / 113,5	114,5 / 118,3

Source : Rapport cabinet MERCER pour l'IRCANTEC

[34] Cette approche déterministe ne permet pas d'évaluer le niveau de risque inhérent à chacune de ces allocations. Le cabinet fait donc appel à une approche de type « budget de risque » : il s'agit de « ne pas risquer plus d'une année d'utilisation des réserves financières à long terme par rapport à une solution de moindre risque de financement des engagements de retraite revalorisés ». Les différentes allocations sont alors testées⁷ et jugées à l'aune de quatre critères :

- le rendement annualisé sur 10 ans (médiane des probabilités) ;
- la consommation potentielle des plus-values latentes (dans 99,5 % des cas).
- le taux de couverture des flux jusqu'en 2030 (médiane des probabilités) ;
- le taux de couverture des flux jusqu'en 2029 à 97,5 % de probabilité.

[35] Si les deux premiers critères sont relatifs à l'actif, les deux derniers portent quant à eux sur le passif.

[36] Cette étude conduit à privilégier deux allocations, qui ont en commun un taux de couverture des flux de 119 % à la médiane⁸ et de 100-101 % à 97,5 % de probabilité⁹. Ces allocations auraient conduit à réduire l'exposition du portefeuille aux actions par rapport à l'allocation du moment (25 % contre 30 %).

[37] Les calculs de VaR¹⁰ (2 derniers critères) supposent une modélisation du comportement de l'actif. Les hypothèses du modèle ne sont pas fournies.

⁷ Chaque allocation est testée selon chaque scénario selon une technique de Monte Carlo (5 000 simulations dans chaque cas).

⁸ Il y a autant de scénarios résultant en un taux de couverture de 119 % ou plus que de scénarios résultant en un taux de couverture de 119% ou moins.

⁹ 97,5% des scénarios donne un ratio de couverture supérieur à 100-101 %.

¹⁰ « La [Value at Risk] représente la perte potentielle maximale d'un investisseur sur la valeur d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs financiers compte tenu d'un horizon de détention et d'un intervalle de confiance. Elle se calcule à partir d'un échantillon de données historiques ou se déduit des lois statistiques habituelles » (Glossaire des principaux termes employés dans le contexte de l'allocation d'actifs et de la Gestion Actif-Passif fourni aux administrateurs de l'IRCANTEC durant leur cycle de formation).

[38] Au final, le conseil d'administration, dans sa séance du 24 octobre 2007 a souhaité poursuivre la réflexion avant de se prononcer sur la répartition entre les différentes classes d'actifs.

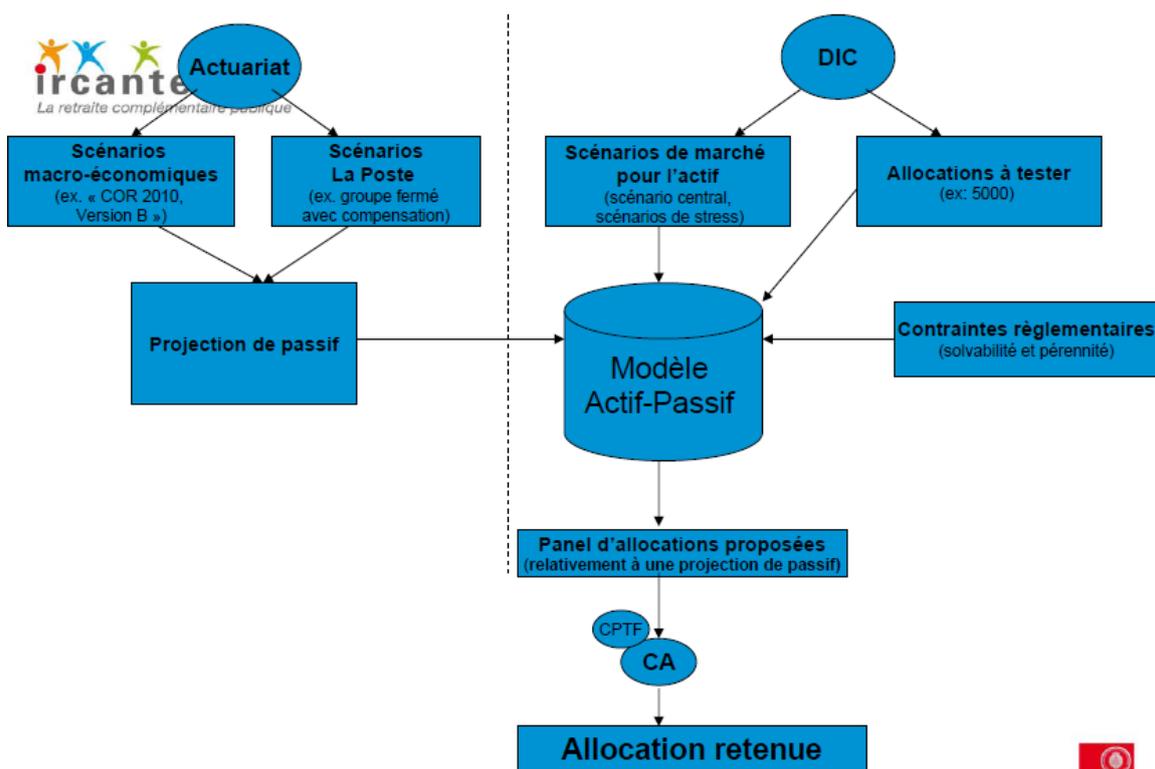
2.1.2.2. L'étude de 2010

[39] La présentation au conseil d'administration d'avril 2010 sur l'allocation d'actifs expose l'organisation du chantier d'allocations de l'IRCANTEC : « *La Caisse des Dépôts a développé un modèle actif / passif pour la détermination de l'allocation optimale d'actifs des réserves du régime de l'IRCANTEC. La construction de ce modèle a été décomposée en deux étapes :*

- *Au passif, avec l'élaboration par l'actuariat d'un modèle de projection des flux de cotisations et de prestations du régime (flux prévisionnels de la marge d'exploitation à l'horizon 2060), sur la base d'un scénario macro-économique de référence, dans le contexte de sortie de La Poste¹¹ du régime de l'Ircantec*
- *A l'actif, avec la construction d'un générateur de scénarios de marché afin de projeter les rendements des actifs destinés à composer l'allocation optimale. Dans ce contexte un univers des allocations à tester a été défini. »*

[40] Le schéma suivant, issu de cette présentation, décrit à la fois le cheminement du raisonnement et le rôle des différents services concernés.

Schéma 1 : Organisation de la démarche d'élaboration de l'allocation



Source : IRCANTEC.

[41] Le passif est simulé à partir des hypothèses suivantes :

- le cadre macroéconomique est le scénario B du COR ;

¹¹ Les droits des postiers non titulaires ont été transférés de l'IRCANTEC à l'ARRCO/AGIRC (article 11 de la loi n° 2010-123 du 9 février 2010 relative à l'entreprise publique La Poste et aux activités postales.)

- la sortie de la Poste est simulée selon deux scénarios : sans impact (la compensation reçue comble entièrement l'impact pour l'IRCANTEC) ou sur un scénario de « groupe fermé » (les cotisations et prestations afférentes aux employés de la Poste sont transférées à l'ARRCO/AGIRC avec une compensation ne tenant pas compte de la dynamique démographique du groupe transféré).

[42] Les classes d'actif présentent les caractéristiques suivantes :

Tableau 3 : Hypothèses de rendement et de volatilité des actifs pour l'étude de 2010

Classe d'actifs	Rendement	Volatilité
Obligation État nominale	4,30%	5,00%
Obligation État indexée inflation	3,60%	4,50%
Actions	7,50%	17,00%
Immobilier	6,00%	9,00%

Source : IRCANTEC

[43] En fonction de ces projections de passif et d'actif, 6 allocations différentes sont testées dans les deux scénarios de sortie de la Poste et évalués à l'aune de trois critères :

- le rendement annuel espéré à l'horizon 2020 ;
- le respect des deux critères de solvabilité introduits dans la réglementation en 2008 (voir *infra*). Les deux critères doivent être respectés avec une probabilité de 95% (approche VaR). Les modèles de diffusion des rendements des actifs ne sont pas précisés dans le document discuté par la CPTF du 16 mars 2010.

[44] Les résultats obtenus avec les 6 allocations pivot dans le scénario de sortie de la Poste sans compensation sont les suivants :

Tableau 4 : Résultats des simulations dans le scénario « sans impact de la sortie de la Poste » (scénario B du COR)

Allocations proposées	Ratios des contraintes (valeur en 2020, niveau de confiance 95%)		Rendement annuel espéré jusqu'à 2020
	Précaution (>1,5)	Pérennité (>1)	
10% Obligation Etat indexée inflation 60% Obligation Etat nominale 20% Actions 10% Immobilier	1,82	1,11	5,1%
10% Obligation Etat indexée inflation 60% Obligation Etat nominale 25% Actions 5% Immobilier	1,83	1,11	5,2%
10% Obligation Etat indexée inflation 55% Obligation Etat nominale 25% Actions 10% Immobilier	1,79	1,11	5,3%
15% Obligation Etat indexée inflation 55% Obligation Etat nominale 25% Actions 5% Immobilier	1,82	1,11	5,2%
15% Obligation Etat indexée inflation 50% Obligation Etat nominale 25% Actions 10% Immobilier	1,78	1,11	5,2%
10% Obligation Etat indexée inflation 55% Obligation Etat nominale 30% Actions 5% Immobilier	1,82	1,11	5,4%

Source : IRCANTEC

[45] C'est au final la deuxième allocation qui est retenue de manière provisoire, dans l'attente :

- des modalités pratiques de départ de la Poste ;
- de la réforme des retraites de 2010.

[46] Une fois les incertitudes sur ces points levées, une nouvelle étude est menée début 2011.

2.1.2.3. L'étude de 2011

[47] La méthodologie retenue dans le cadre de cette étude est une approche classique de type Markowitz dans lequel un portefeuille est repéré par son couple de coordonnées (risque ; rendement), avec un horizon de détention court (5 ans). Sur demande de la CPTF, la CDC, qui avait initialement proposé 3 allocations optimales (i.e. situées sur la frontière efficiente de Markowitz), a complété son étude en stressant les hypothèses de base (scénario B du COR) par une hausse d'inflation, ainsi qu'avec un second jeu d'hypothèses sur les rendements actions (moindre de 1%). Les classes d'actif présentaient les caractéristiques suivantes :

Tableau 5 : Hypothèses de rendement et de volatilité des actifs pour l'étude de 2011

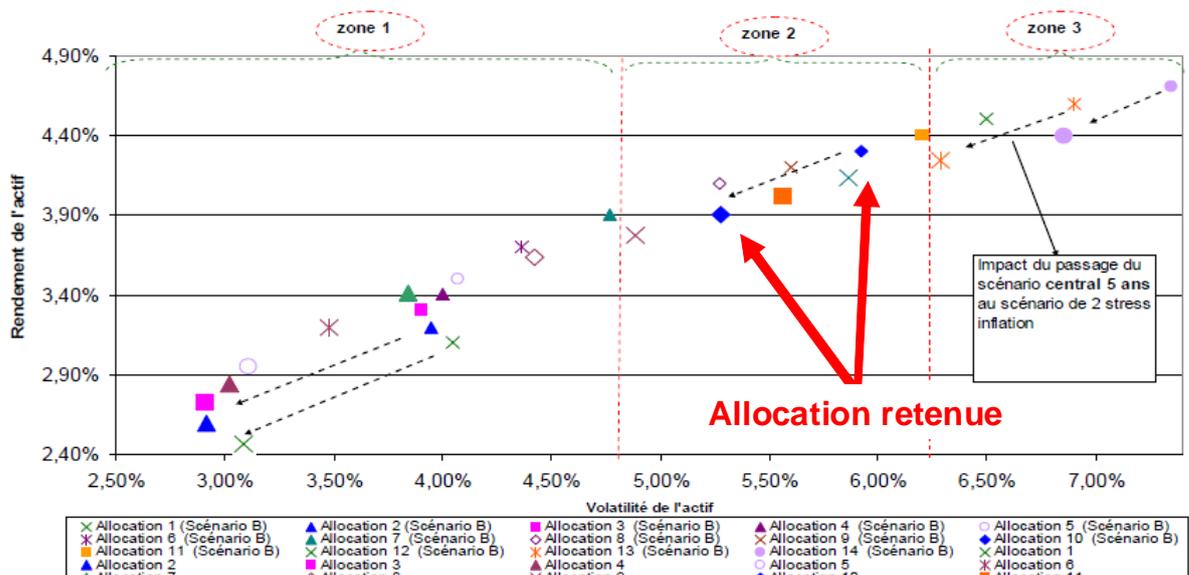
Classe d'actifs	Rendement	Volatilité
Obligation État nominale 5 ans	3,00%	4,38%
Obligation État nominale 15 ans	3,80%	6,63%
Obligation État indexée inflation	3,50%	4,81%
Actions	6,80%	16,55%
Immobilier	4,00%	6,50%

Source : IRCANTEC

[48] Le calibrage de ces données n'est pas justifié dans le document remis au conseil d'administration.

[49] Les différentes allocations sont ainsi représentées sur le graphique suivant :

Graphique 3 : Couples (rendement ; risque) des allocations testées en 2011



Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[50] Au final, l'allocation retenue, parmi les plus risquées, est la suivante :

Tableau 6 : Allocation stratégique arrêtée par le conseil d'administration du 22 juin 2011

Classe d'actifs	allocation
Obligation État nominale 5 ans	40%
Obligation État nominale 15 ans	6%
Obligation État indexée inflation	20%
Actions	29%
Immobilier	5%

Source : IRCANTEC

2.2. Une politique de placements résultant de plusieurs délibérations non consolidées du conseil d'administration

[51] La politique de placements est issue de textes de natures juridiques diverses (règles de solvabilité imposées par la tutelle ou décisions du conseil d'administration) successivement produits au cours du temps sans avoir été compilés dans un document consolidé. Il ressort toutefois de ce processus de sédimentation réglementaire et surtout infra-réglementaire une politique de placements reposant sur un univers d'investissement limité.

2.2.1. Des règles de solvabilité contraignant la politique de placements posées par la réglementation

[52] Le décret et l'arrêté de 1970 ne définissent pas le contenu de la politique de placements. Le décret prévoit toutefois (article 2 III) l'existence de « *critères de solvabilité à long terme déterminés par arrêté* ». Les critères de solvabilité sont ainsi au nombre de deux¹² :

- une réserve de « précaution » est instituée : « *Le régime dispose au terme de vingt ans d'un montant de réserve équivalent à une fois et demie le montant annuel prévu des prestations du régime au titre du vingtième exercice de projection* » ;
- au titre des engagements principaux de retraite, la caisse doit constituer des réserves venant en complément des cotisations avec un délai d'épuisement de trente ans glissants : « *Le paiement des prestations est couvert par les cotisations prévisionnelles et les réserves du régime sur une durée de trente ans* ».

[53] Si le second critère apparaît pertinent, l'utilité pratique du premier apparaît douteuse : cette contrainte est actuellement saturée par le respect du second critère. D'un point de vue théorique, le respect de ce critère pourrait contraindre une caisse dans une situation démographique favorable à constituer des réserves inutiles.

[54] En toute hypothèse, il apparaît néanmoins que ces critères lient actif et passif de la caisse et constituent un cadre utile à la définition de la politique de placement. Ils ne constituent pas pour autant une définition complète de la politique de placement (objectifs, moyens, contrôles, marges de manœuvre tactiques, gouvernance etc...).

¹² Arrêté du 23 septembre 2008 modifiant l'arrêté du 30 décembre 1970 relatif aux modalités de fonctionnement du régime de retraites complémentaire des assurances sociales institué par le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 (JO du 24 septembre 2008), article 3.

2.2.2. Un règlement financier ne définissant pas le contenu ou les principes de la politique de placements

[55] Le règlement financier de l'IRCANTEC, adopté par le conseil d'administration le 17 décembre 2009, définit des règles de gouvernance :

- l'allocation par classes d'actifs (assortie des marges de flexibilité), puis la construction du portefeuille, la politique de risque et d'investissement socialement responsable (ISR) sont élaborées par la CDC et présentées à la commission de pilotage technique et financier (CPTF – voir *infra*) qui transmet son avis au conseil d'administration en vue d'une délibération ;
- la sélection des sociétés de gestion est préparée par la CDC (préparation des appels d'offres dans le respect de la politique de placements, analyse des offres) et réalisée par le conseil d'administration. Le suivi et le contrôle des sociétés de gestion sont assurés par la CDC ;
- la CDC effectue un rapport trimestriel à la CPTF et au conseil d'administration sur la gestion financière, en présentant à ces deux instances : les événements survenus sur le portefeuille au cours de la période, la structure des actifs et le respect de l'allocation, la performance des actifs de long terme, les données comptables et les plus-values et moins-values. La CPTF est, en outre, informée des risques, de la volatilité, des mouvements, et des problèmes survenus dans les relations avec les sociétés de gestion.

[56] Des règles particulières sont prévues s'agissant de la trésorerie, gérée directement par la CDC : sélection des supports dans le cadre de la politique de placements, transferts vers le portefeuille de moyen et long terme au moins une fois par an, information du conseil d'administration.

[57] Le règlement financier n'énonce donc aucun principe matériel de politique de placements, sauf s'agissant de la gestion de trésorerie (« *privilégier la sécurité et la capacité à payer les retraites et pensions au moment prévu* »).

2.2.3. Une politique de placements issue d'une série de décisions du conseil d'administration

[58] La politique de placements résulte de plusieurs délibérations du conseil d'administration :

- les délibérations sur l'allocation d'actifs. Le conseil d'administration d'octobre 2007 avait différé la décision sur l'allocation en souhaitant poursuivre la réflexion ; une allocation transitoire a été définie le 7 avril 2010 avant l'adoption d'une allocation le 22 juin 2011 tenant compte d'une part de l'impact de la réforme des retraites de 2010, et d'autre part des modalités effectives de sortie de la Poste ;
- une délibération relative à l'investissement socialement responsable (ISR) dont le principe a été arrêté lors de la séance du 24 octobre 2007 ;
- une délibération relative à la construction du portefeuille (« univers d'investissement ») du 23 juin 2010. Cette délibération est importante car elle précise fortement la politique de placements sur une série de points : diversification géographique, actifs autorisés, style de gestion, supports des investissements, maîtrise des risques de contrepartie et de change.

[59] En l'absence de restrictions résultant des textes réglementaires, les seuls encadrements de la politique de placements découlent de ces délibérations, qui définissent les actifs autorisés. Les actifs que les délibérations du conseil d'administration n'autorisent pas à acquérir sont donc interdits.

[60] Ces délibérations multiples ne formulent pas les principes généraux de la politique de placements, et notamment l'articulation entre rendement, sécurité et liquidité. L'analyse des délibérations et des documents préparant ces délibérations permet en revanche de comprendre les objectifs généraux de la politique de placements.

Recommandation n°1 : Définir formellement la politique de placement.

Recommandation n°2 : Consolider la stratégie envisagée et les règles de placement (admissibilité, valorisation et dispersion) en un seul document.

2.2.3.1. Une caisse inscrite dans une démarche d'investissement socialement responsable

[61] La démarche ISR est engagée depuis plusieurs années par la caisse. Ainsi, lors de la séance du conseil d'administration du 24 octobre 2007, le rapporteur de la commission de contrôle des comptes « insiste sur la demande des administrateurs que soient pris en compte des critères d'investissement socialement responsable sur la totalité des placements ». En décembre 2009 (principes généraux d'ISR) puis au travers de la COG, la démarche s'est amplifiée et concerne désormais l'ensemble des placements de l'IRCANTEC.

[62] La caisse a ainsi sélectionné, après appel d'offres, la société VIGEO afin qu'elle effectue la notation « sociétale » de son portefeuille. La démarche retenue est la suivante :

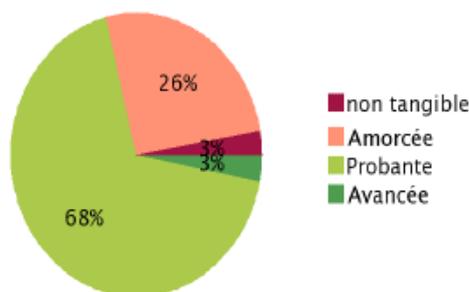
- le portefeuille détenu est noté (en valeur absolue) ;
- l'indice de référence est également noté (en valeur absolue) et comparé au portefeuille détenu ;
- l'évolution de la notation du portefeuille est suivie, avec un objectif d'amélioration de cette notation ;
- la notation, même mauvaise, d'une ligne de placements n'entraîne pas a priori son élimination. La caisse interdit toutefois à ses gérants titulaires d'investir dans des entreprises coupables de manquements avérés aux principes posés par la déclaration universelle des Droits de l'Homme, la déclaration relative aux principes et droits fondamentaux au travail de l'OIT, à la déclaration de Rio sur l'environnement et le développement et à la convention des Nations Unies dans les domaines suivants :
 - travail forcé des enfants ;
 - violation de la liberté d'association ;
 - accidents industriels majeurs et pollution environnementale attribuable aux négligences de l'entreprise ;
 - corruption, blanchiment d'argent et soutien à des régimes autoritaires.

[63] En pratique, l'agence de notation sociétale (ANS) transmet à la caisse des alertes concernant certains émetteurs. La caisse décide, dans un second temps, de la position à adopter en dialoguant avec les gestionnaires concernés.

[64] L'ANS a ainsi rendu un premier rapport en mai 2012. Il apparaît ainsi que :

- Hors émetteurs souverains, le portefeuille de l'IRCANTEC obtient une note globale de 51,5 sur 100, ventilée de la manière suivante :

Graphique 4 : Ventilation du portefeuille privé de l'IRCANTEC par niveau de prise en compte des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG)



Source : Reporting de VIGEO sur le portefeuille consolidé de l'IRCANTEC au 31/12/2011

- L'indice de référence (STOXX 600) obtient une note globale de 42,4 sur 100.

[65] Il apparaît toutefois que, si la démarche ISR est déjà relativement balisée en ce qui concerne les émetteurs privés de valeurs mobilières (actions comme obligations), le domaine demeure relativement vierge s'agissant des émetteurs obligataires souverains et sous-souverains d'une part, et des actifs immobiliers d'autre part.

[66] Ainsi, s'agissant des émetteurs souverains, l'ANS a établi sa propre méthodologie (120 indicateurs répartis en 3 domaines : État de droit et gouvernance, protection sociale et solidarités et enfin protection de l'environnement). Les principes ISR relatifs à ce type d'émetteurs ne sont toutefois pas encore validés par l'IRCANTEC qui utilise, de manière provisoire, les notations déjà disponibles de l'ANS.

[67] S'agissant enfin des principes ISR sur la poche immobilière, le conseil d'administration du 30 mars 2011 a retenu deux axes :

- *« social à travers l'investissement dans les murs d'EHPAD publics et les résidences étudiantes (en particulier sous forme de « Club Deal » ou de fonds ouverts suivant opportunités) ;*
- *environnemental à travers des contrats d'amélioration des immeubles de bureaux ou résidentiels ».*

[68] Si le second axe n'appelle pas de commentaire particulier, le premier soulève deux questions. En premier lieu, la définition peu précise de « club deal », qui renvoie aux crédits syndiqués, en matière immobilière pose problème. Enfin, l'affectation sociale des actifs immobiliers risque d'entretenir une confusion entre action sociale de la caisse et placements venant en représentation des réserves de risque avec comme vocation d'honorer le paiement des futures pensions.

[69] Le cadrage des règles ISR souverains et immobilier devrait être finalisé courant 2012 avec un déploiement opérationnel en 2013.

2.2.3.2. Un univers d'investissement limité

[70] La délibération du 23 juin 2010 porte sur :

- les supports d'investissement : le choix est fait de recourir à des OPCVM plutôt qu'à des mandats, pour éviter l'imposition sur les différents revenus des produits, et de recourir à des FCP plutôt qu'à des SICAV, en raison d'une plus grande souplesse de gestion. Le choix est fait également de ne choisir que des FCP dédiés, sauf *« pour les investissements de faibles montants, par exemple dans le cadre d'investissements thématiques ou de diversification »* ;
- le style de gestion : une gestion active est retenue, avec trois justifications :
 - la possibilité pour le gérant de mettre à profit ses anticipations sur les sociétés lors du choix des titres ;
 - un potentiel de surperformance à long-terme par rapport à l'indice de référence : ce dernier motif n'est que la conséquence du précédent – et est discutable sur le fond (la capacité d'un gérant à battre le marché de manière répétée sur longue période est sujette à débat) ;
 - une prise en compte facilitée de l'ISR.
- la part laissée aux FCP « mixtes » (actions et obligations), nécessaires à la gestion tactique de l'allocation stratégique (arbitrages au fil de l'eau entre types de titres en utilisant les marges de flexibilité). Le choix est fait de laisser une part relativement importante en FCP mixte, en laissant ainsi plusieurs sociétés de gestion réaliser la gestion tactique. La CPTF demande un *reporting* adapté permettant de connaître la composition des FCP mixtes ;

- la diversification géographique : la zone euro est « privilégiée ». L'investissement hors zone euro est autorisé à hauteur de 5 % maximum au Brésil, en Inde et en Chine (BIC), et à hauteur de 5 % maximum « *dans les pays développés USA et Japon* ». Le terme « privilégiée » est peu précis ; il ne prend tout son sens qu'en étant complété des taux de 5 % pour les pays BIC et 5 % pour les pays développés. La lecture de la mission est donc que, à l'exclusion des 5 % autorisés pour les pays BIC et de 5 % dans « les pays développés » (qu'on peut traduire comme l'OCDE), les investissements doivent être réalisés, pour au moins 90 %, en zone euro ;
- les actifs autorisés et les actifs exclus : « *les actifs de type hedge-funds, private equity, pays émergents (hors BRIC) sont exclus des actifs autorisés. Les produits dérivés ne doivent servir que pour couvrir un risque, ou gérer une transition ou une montée en charge du portefeuille. Leur détention doit être temporaire et ils ne doivent en aucun cas constituer un investissement structurel ou spéculatif* ».
- le contrôle des risques :
 - le risque de contrepartie est géré à travers une règle de dispersion (limitation à 2 % par contrepartie) et par des critères de notation : **pas de notation en dessous de BBB, limitation à 5 % de la partie taux du portefeuille investie en dessous de la note A. Si une seule agence dégrade la note d'un état de la zone euro, l'État est mis sous surveillance accrue. Si 2 agences dégradent la note en dessous de BBB, des mesures seront étudiées au cas par cas.**
 - La couverture du risque de change est laissée à l'initiative des gérants. Cette position est moins restrictive que celle retenue par la caisse dans le cadre de l'appel d'offres pour la gestion de ses fonds dédiés (voir *infra*).

3. UNE GOUVERNANCE VIVANTE QUI POURRAIT ENCORE ETRE ENRICHIE

[71] Le conseil d'administration de la caisse est le lieu de débats vifs et bien documentés entre administrateurs généralement convenablement formés en regard notamment de l'univers d'investissement retenu par l'IRCANTEC.

[72] Pour autant, quelques pistes d'amélioration demeurent, en particulier dans quatre domaines : formalisation de certains débats en commission spécialisée, de contrôle interne, règles déontologiques et information sur les frais financiers.

3.1. Un conseil d'administration formé et informé

[73] La démocratie interne est – au niveau du conseil d'administration – vivante et documentée. Les administrateurs, en particulier les représentants des affiliés, sont convenablement formés et ne courent pas le risque de voir les débats confisqués par quelques experts. La commission de pilotage technique et financier, qui a un rôle important en préparant les décisions du conseil d'administration en matière financière et technique, ne bénéficie pas des mêmes conditions de retranscription des débats, ce qui peut poser problème aux administrateurs qui n'en sont pas membres.

3.1.1. Des administrateurs formés pour assumer leurs missions

[74] L'IRCANTEC propose, sur la base du volontariat, à ses administrateurs de se former aux enjeux de la gestion d'un régime de retraite en général, et à la gestion technique, financière et comptable en particulier. Cette formation, mobilisant pour l'essentiel des ressources internes à la caisse des dépôts, a été suivie par une douzaine d'administrateurs titulaires et suppléants lors de chacune des cinq sessions proposées. Le tableau suivant retrace la participation des administrateurs titulaires et suppléants en fonction de leur recrutement :

Tableau 7 : Participation des administrateurs de l'IRCANTEC aux formations dans le domaine financier

	Administrateurs	6 novembre 2009		11 mars 2010		18 mars 2010		25 mars 2010		12 octobre 2011	
		Inscrits	Présents	Inscrits	Présents	Inscrits	Présents	Inscrits	Présents	Inscrits	Présents
FPE	14	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1
FPH	8	1	1	1	1	3	3	3	3	0	0
FPT	8	2	2	2	0	0	0	0	0	1	1
PQ	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
OS	32	6	6	6	5	10	8	10	9	9	8

Source : Mission IGAS à partir de données IRCANTEC. Lecture : FPE = Fonction publique d'État – FPH = Fonction publique hospitalière – FPT = Fonction publique territoriale – PQ = Personnalités qualifiées – OS = Organisations syndicales représentant les affiliés.

[75] S'agissant du contenu, la formation, d'un niveau répondant aux principales problématiques auxquelles les administrateurs de la caisse seront confrontés, s'articule en quatre modules :

- un module introductif, visant à présenter les principaux produits financiers : produits monétaires, actions, obligations et OPCVM ;
- un module présentant de manière plus approfondie les types de gestion : supports (types d'OPCVM) et styles de gestion (active ou passive), indicateurs de contrôle des risques ;
- un module présentant la construction d'une allocation d'actifs ;
- un module décrivant la problématique de la gestion actif / passif appliquée à une caisse de retraite.

[76] Un glossaire des termes techniques est également fourni aux administrateurs.

3.1.2. Des débats en commission de pilotage technique et financier non retracés

[77] La commission de pilotage technique et financier est une émanation du conseil d'administration instituée par l'article 2 du décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 qui prévoit qu'elle présente au conseil d'administration « *un rapport technique et financier* ». La commission connaît des sujets techniques (hypothèses de déroulement de passif) comme des sujets financiers (hypothèses de déroulement d'actif), ainsi que des sujets connexes (comme, par exemple, certains aspects statistiques ou comptables, ou encore les marchés publics relevant de son champ de compétence).

[78] Entre mi-2009 et fin 2011, les sujets à l'ordre du jour de la commission ont été les suivants :

Tableau 8 : Sujets à l'ordre du jour des commissions de pilotage technique et financier

Séance	Compte-rendu	Études actif et/ou passif	Gestion mobilière	Gestion immobilière	Groupement forestier	ISR	Marchés publics	Sujets comptables	Autres
10 juillet 2009	■	□	■	■	■	□	□	■	■
10 septembre 2009	■	□	■	□	□	■	□	□	■
19 novembre 2009	□	□	■	□	□	□	□	■	■
26 novembre 2009	■	■	■	□	□	■	□	■	□
4 mars 2010	■	■	□	□	□	■	□	□	□
16 mars 2010	■	■	■	□	■	□	□	□	□
18 mai 2010	□	□	■	■	□	□	□	□	■
26 mai 2010	□	■	■	□	□	■	□	□	□
1 ^{er} septembre 2010	□	■	■	□	□	■	□	■	■
10 novembre 2010	□	■	■	□	□	□	■	■	□
24 novembre 2010	□	■	□	■	□	■	■	□	□
9 février 2011	□	■	■	□	□	□	■	□	□
18 mai 2011	□	■	■	■	□	□	□	□	□
25 mai 2011	□	■	■	□	■	■	■	■	■
1 ^{er} septembre 2011	□	■	■	■	□	■	■	■	■
23 novembre 2011	□	■	■	■	■	■	■	□	■

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

- [79] Les études concernent aussi bien l'actif (allocation d'actif pour l'essentiel, mais aussi méthodologie de calcul des rendements) que le passif (pour l'essentiel, déroulement des flux techniques espérés). Ces études alimentent régulièrement l'ordre du jour des commissions.
- [80] Un point sur la situation financière est présenté :
- de manière quasi-systématique s'agissant des réserves mobilières ;
 - de manière moins régulière s'agissant des réserves immobilières et des parts de la société civile forestière détenue pour moitié par l'IRCANTEC. Les débats sur ces sujets occupent toutefois une place disproportionnée par rapport à leur importance dans le portefeuille de placements de la caisse (de l'ordre de 1% - voir *infra*).
- [81] Ponctuellement, la commission de pilotage technique et financier connaît des sujets ISR, accompagnant ainsi sa montée en puissance, ainsi que des sujets comptables et des contributions de la caisse aux comptes de la sécurité sociale. Les marchés publics concernant le champ financier sont également discutés en commission.
- [82] La mission observe toutefois que les débats en commission ne sont pas retracés : si des comptes-rendus ou relevés de décision sont disponibles jusqu'en mars 2010, les débats ne sont retracés dans aucun document depuis mai 2010. Il apparaît pourtant que les membres du conseil d'administration devraient être d'autant plus être informés de la teneur des échanges et des thématiques abordées en commission que cette dernière revêt un caractère technique et pourrait se voir confier un rôle de plus en plus décisionnel.
- [83] Par ailleurs, bien que les administrateurs aient la possibilité de recevoir une formation en matière financière et sont par conséquent en mesure d'appréhender les indicateurs de mesure de risque courants, les principaux indicateurs produits en commission sont des indicateurs de performance (rendement du portefeuille, du benchmark, d'indices usuels etc...), comme le montre le tableau suivant :

Tableau 9 : Indicateurs fournis aux membres de la commission de pilotage technique et financier

Séance	Production d'indicateurs		
	de performance	de risque	
		notation	autre
10 juillet 2009	■	□	□
10 septembre 2009	■	□	□
19 novembre 2009	■	□	□
26 novembre 2009	■	□	□
16 mars 2010	■	□	□
18 mai 2010	■	□	□
26 mai 2010	■	□	□
1^{er} septembre 2010	■	■	□
10 novembre 2010	■	■	□
9 février 2011	■	■	□
18 mai 2011	■	■	□
25 mai 2011	■	■	□
1^{er} septembre 2011	■	■	□
23 novembre 2011	■	■	□

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC. Un ■ signifie que l'indicateur a été fourni ; un □ signifie que l'indicateur n'a pas été fourni.

- [84] On observera ainsi que les seuls indicateurs de risque fournis sont la notation. Or, si cet indicateur vise à mesurer le risque de défaut, il n'est pertinent que pour les émissions obligataires, et ne fait sens que si la caisse détient sur longue période les titres. Le choix d'une gestion active, avec de forts taux de rotation (voir *infra*) conduit à en relativiser l'intérêt.
- [85] Au contraire, les indicateurs usuels (volatilité¹³, VaR, ratios d'information¹⁴ ou de Sharpe¹⁵ etc...) ne sont pas fournis alors que, pour certains d'entre eux, ils sont suivis de manière mensuelle par la Caisse des dépôts (voir *infra*).

Recommandation n°3 : Améliorer le reporting fourni aux administrateurs en incluant des indicateurs de risque.

3.1.3. Un conseil d'administration débattant effectivement des orientations stratégiques

- [86] Le suivi des opérations techniques et financières courantes ne suscitent, de manière générale, que peu de débats en conseil d'administration (voir par exemple le compte-rendu de la séance du 14 décembre 2010 en annexe). Au contraire, le conseil d'administration débat de manière active en matière de décisions stratégiques. Ainsi, il apparaît dans les documents transmis à la mission que les sujets suivants ont particulièrement fait débat :
- à l'actif, allocation stratégique de la caisse (séance du 23 juin 2010, en annexe) ;
 - en matière de placements financiers socialement responsable (séance du 14 décembre 2010, en annexe) ;
 - au passif, les évolutions du taux d'appel.

- [87] La formation suivie par les administrations influe positivement sur la teneur des débats, comme certains d'entre eux l'indiquent en séance. Le président de la commission de pilotage technique et financier rappelle, lors de la séance du 23 juin 2010, qu'il « *convient, en outre, de prohiber les placements que nous ne comprenons pas – les hedge funds par exemple – et de développer l'ISR* ». Cette nécessité de n'investir que sur des produits compréhensibles par les administrateurs est intégrée par la direction des retraites et de la solidarité de la CDC.

3.2. Des procédures de contrôle interne insuffisamment formalisées

- [88] Des contrôles en matière financière sont régulièrement mis en œuvre et exploités : on indiquera à titre d'exemple la consolidation ligne à ligne des portefeuilles détenus et leur analyse mensuelle, ou le suivi effectif des alertes dépositaires (voir *infra*). Ces éléments devraient être présentés dans le rapport de contrôle interne prévu par le décret n° 70-1277 modifié qui dispose que le conseil d'administration « *délibère, chaque année, sur un rapport de contrôle interne relatif au précédent exercice comportant l'évaluation de l'ensemble des risques, notamment techniques, financiers et opérationnels ainsi que sur un rapport technique et financier préparé par la commission de pilotage technique et financier* ».

¹³ « *La volatilité de la valeur d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur de ce titre. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement* » (Glossaire des principaux termes employés dans le contexte de l'allocation d'actifs et de la Gestion Actif-Passif fourni aux administrateurs de l'IRCANTEC durant leur cycle de formation). Il s'agit de l'écart-type annualisé des log-rendements.

¹⁴ Le ratio d'information est « *le rapport de la performance annualisée relative du fonds par rapport à son indice de référence sur la tracking error annualisée*.

Il mesure la tendance du fonds à sur-performer (ratio positif) ou sous-performer (ratio négatif) son indice de référence

Un ratio élevé est « préférable » puisqu'il reflète dans quelle mesure le risque pris par le gestionnaire comparativement à son indice de référence a été « récompensé » (ibid.).

¹⁵ Le ratio de Sharpe mesure l'excès (ou le déficit) de rendement d'un portefeuille par rapport à sa référence, en le normalisant par sa volatilité.

[89] Ainsi, la commission des comptes et de l'audit a examiné deux rapports sur le contrôle interne, le dernier en mai 2012. Ce dernier rapport examine, entre autres éléments, les risques financiers déclinés en :

- risque d'équilibre actif-passif ;
- risque de crédit ;
- risque de liquidité ;
- risque lié à la qualité de gestion des fonds.

[90] La description faite dans le rapport de contrôle interne apparaît insuffisante :

- les éléments présentés sont d'un niveau de détail insuffisant dans la description des réponses apportées aux problèmes identifiés ;
- certains éléments pourtant importants, comme le risque de taux ou le risque de mauvaise exécution lié par exemple à l'utilisation de produits dérivés sont absents de la description proposée ou peuvent être englobés dans le très général « risque lié à la qualité de gestion des fonds » ;
- enfin, elle ne décrit que partiellement les formalités de surveillance et de maîtrise des risques qui sont au demeurant déjà existants au sein de l'IRCANTEC.

Recommandation n°4 : Formaliser les procédures de contrôle interne.

3.3. Une déontologie des administrateurs à renforcer

[91] Les problèmes de déontologie peuvent concerner :

- les membres du conseil d'administration ;
- les personnels des services de l'IRCANTEC.

[92] S'agissant des premiers, seules des règles déontologiques minimales s'appliquent. L'article 53 du règlement intérieur de l'institution prévoit : « *les membres du conseil d'administration et les membres des commissions sont tenus au secret professionnel selon les règles prévues pour les administrateurs des organismes de la sécurité sociale. Ils sont tenus à la discrétion à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel et données comme telles par le président, le vice-président ou le directeur du service gestionnaire* ».

[93] Bien que la mission n'ait pas eu connaissance de problèmes déontologiques concernant les administrateurs, des règles visant à les prévenir devraient être mises en place.

Recommandation n°5 : Renforcer les règles de déontologie pour les administrateurs.

[94] En ce qui concerne les personnels des services de l'IRCANTEC, leur appartenance à la CDC rend applicable l'arrêté du 21 juin 2012 du directeur de la CDC. Ce code de déontologie précise en particulier :

- les règles en matière de cadeaux et avantages. Les règles déontologiques définissent :
 - la notion de cadeau : remise de tout objet ou espèces, attribution de places de spectacles musicaux, artistiques, sportifs ou autres, invitation à des repas, voyages ou séminaires ou colloques hors manifestations professionnelles organisées avec les tiers ou dans le cadre de partenariat, bénéfice, à titre gratuit ou avec une réduction significative, d'une prestation habituellement vendue ;
 - leur doctrine d'interdiction ou d'autorisation, permettant notamment les cadeaux d'usage : si « *la valeur du cadeau est inférieure à 150 euros par an et par tiers, le cadeau peut être accepté* » ;

- les règles applicables aux personnels des services financiers en matière de délit d'initié ou de manipulation de cours. Ces règles sont étendues aux « *personnes proches* » des collaborateurs de la CDC qui doivent donc s'abstenir de faire au travers de ces personnes ce qu'ils n'ont pas le droit de faire directement.
- les règles en matière de diffusion d'informations concernant la CDC ou ses clients comme l'IRCANTEC.

[95] Au final, ces règles déontologiques apparaissent sensiblement plus contraignantes que certaines de celles mises en œuvre dans certaines caisses en application de l'article R. 623-1-3 du code de la sécurité sociale qui, par exemple, n'encadrent ni les cadeaux ni les voyages d'étude.

3.4. *Des coûts de gestion du processus financier et trésorerie n'incluant pas la gestion d'actifs*

[96] La convention d'objectifs et de gestion de l'IRCANTEC (point 4.1) prévoit plusieurs processus opérationnels, dont, s'agissant de la gestion financière, le processus « mettre en œuvre la gestion financière, la trésorerie et la comptabilité du fonds ». Le budget alloué à ce processus est présenté dans le tableau suivant :

Tableau 10 : Budget du processus financier, trésorerie et comptabilité

En M€	2010	2011
Frais de personnel	2,39	2,48
Frais informatiques	0,40	0,33
Frais généraux	0,78	0,85
Autres prestations CDC	0,07	0,07
Total	3,65	3,73

Source : Données IRCANTEC.

[97] La mission n'a pas audité les éléments de productivité de la caisse¹⁶.

[98] Les coûts de la gestion financière et comptable représentent ainsi 3,7 M€. Ce chiffre n'inclut pas la gestion d'actifs qui est entièrement externalisée via des fonds pour lesquels les frais de gestion s'établissent environ à 12,6 M€ (dont 10,5 M€ de frais de gestion financière).

¹⁶ Sur ce sujet, se reporter au rapport RM 2012-100P « Évaluation de la convention d'objectifs et de gestion de l'IRCANTEC (2010-2012) », Annick MOREL, Constance BENSUSSAN, Frédéric LALOUE (IGAS), Pierre AMIDEY (CGEFi).

4. UNE GESTION DELEGUEE MAITRISEE DE PLACEMENTS MAJORITAIREMENT OBLIGATAIRES

[99] Les placements de l'IRCANTEC s'élevaient fin 2011 à 5 395,7 M€ en valeur comptable et à 5 864,6 M€ en valeur de réalisation. Ces placements se ventilaient de manière globalement conforme à l'allocation stratégique arrêtée par le conseil d'administration :

Tableau 11 : Composition des placements de l'IRCANTEC

Chiffres en €	Valeur de réalisation	Allocation réalisée	Allocation stratégique
Immobilier	79 200 000	1,35%	5%
<i>Obligations à taux fixe</i>	<i>3 515 637 546,13</i>	<i>59,95%</i>	<i>46%</i>
<i>Obligations à taux indexé</i>	<i>545 938 734,95</i>	<i>9,31%</i>	<i>20%</i>
Total obligations	4 061 576 281,08	69,26%	66%
Actions	1 488 570 604,07	25,38%	29%
Liquidités	235 261 953,90	4,01%	0%
Total	5 864 608 839,05	100,00%	100%

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[100] Les placements se présentent essentiellement sous forme mobilière, la caisse faisant appel à une gestion déléguée dans le cadre d'OPCVM dédiés pour l'intégralité de son portefeuille. Le portefeuille de l'IRCANTEC, pris en transparence, est composé pour l'essentiel de produits financiers simples :

- obligations à taux fixe avec remboursement du principal à l'échéance ;
- obligations à taux indexé sur l'inflation avec remboursement du principal à l'échéance ;
- actions et, dans une faible proportion, OPCVM actions ;
- actifs monétaires.

[101] Dans ces conditions, l'univers restreint d'investissement tient lieu de règles prudentielles. Les prospectus des FCP permettent – en théorie – une certaine surexposition, notamment au travers d'instruments financiers à terme. En pratique, la DIC suit mensuellement les positions prises par les gérants de fonds, ce qui limite de manière conséquente l'utilisation d'instruments financiers à terme en exposition et donc ce risque.

4.1. Des placements immobiliers marginaux

[102] La caisse possède un patrimoine immobilier valorisé à 20 M€ en valeur comptable brute (hors amortissements) et à 79,2 M€ en valeur de réalisation¹⁷. Ce patrimoine va être transféré courant 2012 à un OPCVI constitué sous forme de société de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV) à règles de fonctionnement allégées sans effet de levier.

[103] Le patrimoine immobilier de la caisse est composé de 5 ensembles immobiliers d'habitation comportant 423 logements pour une superficie habitable pondérée¹⁸ de 32 320 m² :

- Paris 20^{ème} arrondissement (Villiers de L'Isle Adam) : 6 025 m² ;
- Lyon (Saint Rambert) : 8 655 m² ;

¹⁷ La dernière expertise immobilière externe du patrimoine immobilier de la caisse remonte à 2007 et ressortait à 75,6 M€. L'expertise de 2007 est actualisée en interne de manière annuelle.

¹⁸ La surface habitable pondérée comprend les surfaces de terrasses et balcons pondérées à 25%.

- Aix en Provence (Château Double, bâtiment 5) : 3 091 m² ;
- Aix en Provence (Château Double, bâtiments 6 et 7) : 5 912 m² ;
- Marseille (Château Saint-Cyr) : 8 637 m².

4.2. Une gestion déléguée des placements mobiliers

[104] Pour des raisons fiscales¹⁹, l'IRCANTEC a décidé de détenir l'ensemble de ses placements mobiliers au travers d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). Pour des raisons de simplicité de mise en œuvre et de coût, ces OPCVM sont des fonds communs de placement (FCP, OPCVM dépourvus de la personnalité morale contrairement aux SICAV).

[105] Au 31 décembre 2011, le portefeuille délégué était constitué de 8 FCP confiés à quatre gestionnaires. Un appel d'offres restreint paru le 25 décembre 2010 au bulletin officiel des annonces des marchés publics²⁰ a conduit à faire évoluer le nombre et la composition de ces FCP, de manière à les aligner sur l'allocation stratégique approuvée par le conseil d'administration. Cette modification devrait être effective courant 2012, avec le cas échéant changement de gérant pour les 8 FCP existants et création de 2 FCP.

4.2.1. Un portefeuille délégué composé de 8 FCP au 31 décembre 2011

[106] Au 31 décembre 2011, le portefeuille mobilier de l'IRCANTEC était constitué par 8 fonds communs de placement dédiés²¹ :

Tableau 12 : Ventilation par FCP du portefeuille mobilier de l'IRCANTEC

Fonds	VNC	%	VR	%
Villiers Croissance	440 972	8,20%	476 533	8,24%
Villiers Diversifié AMUNDI	583 324	10,85%	603 995	10,44%
Villiers Diversifié DEXIA	621 926	11,57%	673 722	11,65%
Villiers Diversifié SGAM	565 243	10,51%	608 159	10,52%
Villiers Rendement	884 638	16,46%	967 616	16,73%
Villiers Sécurité	986 862	18,36%	1 072 069	18,54%
Villiers Stratégie	967 309	17,99%	1 055 421	18,25%
Villiers Taux AMUNDI	325 476	6,05%	325 928	5,64%
Total	5 375 751	100,00%	5 783 443	100,00%

Source : Données IRCANTEC – chiffres en k€ - VNC = valeur nette comptable – VR = valeur de réalisation.

[107] En pratique, le FCP Villiers Stratégie est un OPCVM d'OPCVM détenant de manière significative des parts des FCP Villiers Croissance, Villiers Rendement et Villiers Sécurité. Considérés de manière consolidée, les FCP dédiés détenus par la caisse sont répartis de la manière suivante :

¹⁹ Voir document préparatoire au conseil d'administration du 23 juin 2010 : « Contrairement aux mandats, la détention de parts d'OPCVM n'entraîne pas d'imposition sur les revenus des différents produits (coupons, dividendes) ».

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

²¹ La mission n'a pas audité les conditions d'attribution des conventions de gestion aux entités gestionnaires.

Tableau 13 : Ventilation consolidée par FCP du portefeuille mobilier de l'IRCANTEC

Fonds	Valeur de réalisation (en €)	%
Villiers Croissance	663 013 287,59	11,46%
Villiers Diversifié AMUNDI	604 000 635,03	10,44%
Villiers Diversifié DEXIA	673 727 901,15	11,65%
Villiers Diversifié SGAM	608 160 840,33	10,51%
Villiers Rendement	1 348 331 374,32	23,31%
Villiers Sécurité	1 466 215 826,59	25,34%
Villiers Stratégie	96 027 766,60	1,66%
Villiers Taux AMUNDI	325 931 207,44	5,63%
Total²²	5 785 408 839,05	100,00%

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[108] Ces fonds sont gérés par trois sociétés : AMUNDI, DEXIA ASSET MANAGEMENT et NATIXIS ASSET MANAGEMENT gérant respectivement 26,59%, 11,65% et 61,77% des encours. Les FCP sont conservés par la CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS (CDC) qui a délégué cette tâche à CACEIS BANK pour l'ensemble des fonds sous gestion :

Tableau 14 : Gérants, conservateurs et conservateurs délégués des FCP dédiés

Fonds	Gérant	Conservateur	Sous-conservateur
Villiers Croissance	NATIXIS ASSET MANAGEMENT	CDC	CACEIS BANK
Villiers Diversifié AMUNDI	AMUNDI		
Villiers Diversifié DEXIA	DEXIA ASSET MANAGEMENT		
Villiers Diversifié SGAM	AMUNDI ²³		
Villiers Rendement	NATIXIS ASSET MANAGEMENT		
Villiers Sécurité	NATIXIS ASSET MANAGEMENT		
Villiers Stratégie	NATIXIS ASSET MANAGEMENT		
Villiers Taux AMUNDI	AMUNDI		

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[109] Les frais de conservation et opérations sur titres (OST) font l'objet d'une convention non datée signée entre la DRS et la direction des back offices de la CDC. Les frais de conservation sont décrits dans le tableau suivant :

²² L'écart de valeur de réalisation d'environ 2 M€ entre le ce tableau et le précédent est dû au fait que lors de la valorisation au 31/12/2011 du fonds VILLIERS STRATÉGIE, les parts de VILLIERS CROISSANCE, VILLIERS RENDEMENT et VILLIERS SÉCURITÉ sont récupérées et valorisées avec un jour de retard.

²³ Ex- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GESTION.

Tableau 15 : Frais de conservation et opérations sur titres

Barème	De (Encours Millions d'Euros)	A (Encours Millions d'Euros)	Tarif en point de base
Euroclear France	0	20 000	0,9
	20 000	50 000	0,75
	50 000	100 000	0,6
	100 000	150 000	0,35
	150 000	200 000	0,22
	200 000		0,18
Clearstream & Euroclear Bank	0	4 000	2
	4 000	8 000	1,75
	8 000	12 000	1,5
	12 000	20 000	1,25
	20 000	50 000	1,15
	50 000		1
Autres lieux de dépôt OCDE <i>Tous lieux de dépôts confondus</i>	0	4 000	2
	4 000	8 000	1,75
	8 000	12 000	1,5
	12 000	20 000	1,25
	20 000	50 000	1,15
	50 000		1
Autres lieux de dépôt hors OCDE <i>Tous lieux de dépôts confondus</i>			4,5

(*) Cette prestation comprend : les relevés de portefeuille / Conservation des Valeurs / Contrôles des sous conservateurs étrangers / Frais Euroclear France / Frais de correspondants étrangers / Gestion des correspondants / OST France et OST Etranger / Coupons France et Coupons Etranger / Traitement de la fiscalité.

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC.

4.2.1.1. Un univers d'investissement des FCP dédiés réduit

[110] À l'exception du fonds Villiers Stratégie, les FCP détenus par l'IRCANTEC comprennent tous un objectif de surperformance par rapport à un indice, le plus souvent composite. Si des limites de sensibilité²⁴ sont imposées aux gérants, celles-ci demeurent très large : les fonds peuvent généralement prendre des positions amplifiant jusqu'à 5,5 fois les mouvements de taux, à la hausse comme à la baisse, comme l'indique le tableau suivant :

Tableau 16 : Objectifs de gestion et limites d'exposition des fonds détenus par la caisse

Fonds	Catégorie	Objectif	Sensibilité
Villiers Croissance	Actions	surperformer l'indice Dow Jones Euro Stoxx	-
Villiers Diversifié AMUNDI	Diversifié	surperformer l'indice de 1 % : 45 % DJ EUROSTOXX (price index) + 19,60 % IBSEU 35 ²⁵ + 19,60 % IBSEU 13 ²⁶ + 15,80 % BCEGILB ²⁷ .	0 à 5,5
Villiers Diversifié DEXIA	Diversifié	surperformer l'indice de 1 % : 45 % DJ EUROSTOXX (price index) + 23,60 % IBSEU 35 + 23,60 % IBSEU 13 + 7,80 % BCEGILB.	0 à 5,5

²⁴ « La sensibilité est la variation d'une grandeur économique lorsqu'une autre varie en valeur absolue d'une unité, ou en valeur relative de 1%. Par exemple la sensibilité au taux d'intérêt est la variation pour 1% de taux (100 points de base) du prix de l'instrument par rapport à son taux actuariel » (Glossaire des principaux termes employés dans le contexte de l'allocation d'actifs et de la Gestion Actif-Passif fourni aux administrateurs de l'IRCANTEC durant leur cycle de formation).

²⁵ IBOXX EURO Sovereign Eurozone 3-5 years

²⁶ IBOXX EURO Sovereign Eurozone 1-3 years

²⁷ Barclays Capital Euro Government inflation Linked Bond Index (total return).

Villiers Diversifié SGAM	Diversifié	surperformer l'indice 27,5 % IBSEU 13 + 27,5 % IBSEU 35 + 45 % DJ EUROSTOXX.	0 à 5,5
Villiers Rendement	Obligations	surperformer l'indice 50 % IBSEU 13 + 50 % IBSEU 35	0 à 4,5
Villiers Sécurité	Obligations	surperformer l'indice 35,7 % IBSEU 13 + 35,7 % IBSEU 35 + 28,6 % BCEGILB.	0 à 5,5
Villiers Stratégie	Diversifié	valorisation des actifs à moyen terme	-
Villiers Taux AMUNDI	Obligations	42,90 % IBSEU 13 + 42,90 % IBSEU 35 + 14,20 % BCEGILB.	0 à 5,5

Source : Mission IGAS

[111] Les fonds Villiers Croissance et Villiers Diversifié AMUNDI autorisent les opérations de mise en pension et les prêts de titres, de sorte que le portefeuille peut être surexposé au-delà de son actif net. De plus, seul le fonds Villiers Stratégie interdit l'utilisation d'instruments financiers à terme en vue d'une surexposition du fonds (voir infra).

[112] Dans l'ensemble, les gestionnaires sont donc peu encadrés du point de vue des risques auxquels ils peuvent s'exposer. Cette liberté est toutefois considérablement limitée par l'univers d'investissement qui leur est autorisé.

[113] S'agissant des produits de taux, sont ainsi autorisés sans restriction :

- les obligations émises par les États membres de l'Espace Économique Européen (EEE) libellées en euros ;
- les titres de créance négociables émis par un ou plusieurs États membres de l'EEE libellés en euros ;
- les autres titres de créances garantis par les États membres de l'EEE libellés en euros ;
- les titres de créance émis par des collectivités publiques territoriales d'un État membre de l'EEE libellés en euros ;
- les titres de créance émis par les organismes internationaux à caractère public membres de l'EEE libellés en euros ;
- les titres d'émetteurs privés dont la notation minimum est AAA (selon Standard & Poor's) ou Aaa (selon Moody's).

[114] Les « obligations et des titres de créance négociables (certificats de dépôts et billets de trésorerie) émis par des personnes morales autres que les États membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces États, dont les titres sont libellés en euro et admis aux négociations sur le marché réglementé en fonctionnement régulier de l'OCDE avec un rating émetteur (notation) de minimum BBB- selon Standard & Poor's ou de Baa3 selon Moody's » sont également admissibles avec des restrictions²⁸.

[115] Sont au contraire systématiquement interdits :

- les investissements dans des produits structurés (titrisation, FCC²⁹), *covered bonds*³⁰ et dette subordonnée ;

²⁸ Prospectus du FCP Villiers Rendement.

²⁹ Fonds communs de créance. Les fonds communs de créance étaient « une copropriété qui a pour objet d'acquies des créances et d'émettre des parts représentatives de ces créances. Il peut émettre des titres de créances » (Comofi, art. L. 214-43 ancien). Ils ont été remplacés par les organismes de titrisation des articles L. 214-42-1 et suivants du code monétaire et financier.

³⁰ Obligations sécurisées, dont le paiement des intérêts et/ou du principal est garanti par le nantissement de valeurs mobilières.

- les titres de taux émis par les États ayant une notation inférieure à BBB- selon Standard and Poor's ou Baa3 selon Moody's.

[116] On observera que la dégradation de la notation de certains émetteurs n'entraîne pas de manière automatique la vente de la ligne d'investissements concernée. Cette souplesse dans la détention d'obligations de qualité jugée moindre par les agences de notation permet d'éviter d'être contraint de liquider des lignes obligataires dans des conditions de marché trop défavorables, comme cela est souvent le cas lors des dégradations de notation.

[117] S'agissant des actions, les fonds investissent prioritairement en actions cotées sur un marché réglementé d'un des pays de l'OCDE autorisés³¹ et dont le siège social se trouve dans la zone euro ou, avec restrictions, hors de la zone euro.

[118] Au final, les instruments financiers sur lesquels les gérants sont susceptibles d'investir doivent présenter des garanties minimales de liquidité (la cotation sur un marché reconnu, ainsi que la notation des instruments de taux, étant des indices favorables – bien que non décisifs – de liquidité) et de sécurité (choix d'émetteurs présentant une qualité de signature supérieure).

4.2.1.2. Des instruments financiers à terme utilisables à des fins d'exposition

[119] L'ensemble des FCP dédiés de la caisse autorise la détention d'instruments financiers à terme à des fins d'exposition, à l'exception du FCP Villiers Stratégie. Les limites d'exposition des fonds peuvent dépasser l'actif net du fonds pour les FCP Villiers Croissance et Villiers diversifié AMUNDI, comme le montre le tableau suivant :

Tableau 17 : Exposition des fonds au travers des instruments financiers à terme

Fonds	Marchés	Objectifs	Limites
Villiers Croissance	marchés réglementés, organisés ou de gré à gré, de la zone euro, et étrangers (à titre accessoire)	couverture et/ou exposition contre des secteurs d'activité, des zones géographiques, le risque de change et le risque action	l'exposition globale du portefeuille du FCP aux marchés sur lesquels intervient le gérant à 110 % de l'actif net du FCP
Villiers Diversifié AMUNDI	Marchés réglementés, organisés ou de gré à gré	Couverture et exposition	200% de l'actif net
Villiers Diversifié DEXIA	marchés réglementés français, des pays autorisés de l'OCDE	couvrir et/ou d'exposer le portefeuille sur le marché des risques de taux et change	une fois l'actif
Villiers Diversifié SGAM	marchés réglementés des pays autorisés de l'OCDE ou opérations de gré à gré	exposer ou couvrir le portefeuille	une fois l'actif
Villiers Rendement	marchés à terme réglementés fermes et conditionnels de la zone Euro (et, à titre accessoire, des pays non membres)	prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou de l'exposer aux risques liés aux taux	l'exposition globale du FCP pourra être d'une fois son actif net
Villiers Sécurité	marchés réglementés des États de l'UE,	exposer son actif ou de le couvrir contre les risques liés	le portefeuille du FCP pourra être sur-exposé

³¹ Ne sont pas autorisés les pays membres de l'OCDE suivants : Chili, Corée du sud, Estonie, Hongrie, Israël, Mexique, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie et Turquie.

	organisés ou de gré à gré	aux taux d'intérêt ou en vue de procéder à des diversifications, arbitrages sur ce même risque	sur les marchés sur lesquels intervient le gérant à hauteur de 100 % maximum de son actif net
Villiers Stratégie	marchés de pays membres de l'OCDE réglementés	couvrir le portefeuille contre les risques liés aux change, taux, actions, titres et valeurs mobilières assimilées	Une fois l'actif
Villiers Taux AMUNDI	Marchés réglementés et organisés	Couverture et exposition	100 % de l'actif net

Source : Mission IGAS. L'exposition inclut pour les FCP Villiers Croissance et Villiers Diversifié AMUNDI les mises en pension et prêts de titres.

[120] Seuls 3 FCP (Villiers diversifié DEXIA, Villiers Rendement et Villiers Stratégie) imposent que les instruments financiers à terme soient échangés sur un marché réglementé. Le FCP Villiers Taux AMUNDI élargit les échanges aux marchés organisés. Les autres FCP autorisent les gérants à intervenir avec tout type de contrepartie, introduisant de ce fait un risque de contrepartie non encadré.

4.2.1.3. Des frais supportés par les FCP dédiés qui ne sont pas suivis par la caisse

[121] La caisse ne suit pas les frais supportés par les FCP dédiés qu'elle détient. Sur demande de la mission, elle a fourni les frais de gestion financière globaux supportés en 2011 par chaque FCP :

Tableau 18 : Frais de gestion financière supportés par les FCP dédiés en 2011

Fonds	Frais (en €)	Encours moyen (en M€)	Taux de frais
Villiers Croissance	1 859 364	694,45	0,27 %
Villiers Diversifié AMUNDI	1 211 913	628,32	0,19 %
Villiers Diversifié DEXIA	1 585 936	662,95	0,24 %
Villiers Diversifié SGAM	1 071 086	622,47	0,17 %
Villiers Rendement	1 883 224	1 325,23	0,14 %
Villiers Sécurité	1 441 567	1 386,97	0,10 %
Villiers Stratégie	978 865	192,99	0,51 %
Villiers Taux AMUNDI	529 235	304,39	0,17 %
Total	10 561 190	5 817,75	0,18 %

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[122] La caisse n'est pas en mesure de ventiler ses frais de gestion financière entre frais d'administration, de gestion, de commissariat aux comptes et autres frais. Les fonds détenant des OPCVM ne perçoivent pas de rétrocessions de commissions.

[123] En matière obligatoire, la « best execution » des ordres d'achat ou de vente n'est pas contrôlée, même par sondage.

[124] Outre les frais de gestion financière internes aux fonds, les mouvements affectant les actifs détenus par ces derniers entraînent des frais détaillés dans le tableau suivant :

Tableau 19 : Frais supportés par les FCP dédiés

Montants en €	2010	2011
Frais de gestion financière	10 265 008	10 511 740
Frais de courtage	1 779 259	2 113 848
Total frais	12 044 267	12 625 588

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

Recommandation n°6 : Les frais supportés par les FCP dédiés devraient être suivis avec une granularité fine et parangonnés.

4.2.2. Un appel d'offres de décembre 2010 mis en œuvre courant 2012 et modifiant profondément la structure des fonds dédiés

[125] L'appel d'offres de décembre 2010 se présentait sous forme de lots concernant 10 FCP dédiés :

- le lot n°1 concerne deux FCP « *investis en actions et valeurs assimilées* » ;
- le lot n°2 concerne trois FCP « *investis en obligations à taux nominal, TCN³² et valeurs assimilées* » ;
- le lot n°3 concerne trois FCP « *investis en actifs financiers diversifiés* » ;
- le lot n°4 concerne deux FCP « *investis en obligations à taux indexés sur l'inflation* ».

[126] Les lots n°2 et 4 correspondent ainsi respectivement aux poches obligataires à taux fixe et taux indexé de l'allocation d'actifs (avec comme différence principale le fait que l'allocation stratégique approuvée par le conseil d'administration de la caisse vise des obligations d'État alors que le marché public vise également les émetteurs privés³³). Le lot n°1 correspond à la poche actions de l'allocation stratégique alors que le lot n°3, qui permet aussi bien la détention d'actions que d'obligations, a vocation à être utilisé comme outil tactique « *en fonction des opportunités identifiées sur les marchés* » et des éventuels rebalancements³⁴ des FCP appartenant aux autres lots.

[127] 39 sociétés de gestion ont répondu à l'appel d'offres pour un total de 61 offres dont 35 ont été agréées. Les nouveaux mandats de gestion devraient entrer en vigueur au début de l'été 2012.

[128] L'attribution de la gestion des FCP à de nouveaux gérants entraînera la modification des notices des 8 FCP existants afin de les mettre en conformité avec les clauses du cahier des charges. Deux FCP appartenant au lot n°3 seront créés.

³² Titres de créance négociables. Les « *titres de créances négociables sont des titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance* » (Comofi, art. L. 213-1).

³³ Au 31 décembre 2011, les émetteurs souverains ou sous-souverains représentaient 94,46% du portefeuille obligataire en valeur de réalisation.

³⁴ « *L'optimisation de la gestion financière ayant conduit à une allocation d'actifs, le rebalancement (rééquilibrage) a pour objectif de maintenir cette allocation d'actifs au cours du temps. Si par exemple le marché « action » a surperformé le marché obligataire et afin de maintenir la part relative de chacun de ces actifs constante, il convient de rebalancer le portefeuille et dans ce cas de vendre des actions afin de ramener la part de cet actif au pourcentage initialement prévu* » (Glossaire des principaux termes employés dans le contexte de l'allocation d'actifs et de la Gestion Actif-Passif fourni aux administrateurs de l'IRCANTEC durant leur cycle de formation).

Tableau 20 : Transition des FCP suite à l'appel d'offres de 2010

Fonds	Lot	Ancien gérant	Nouveau gérant
Villiers Croissance	1	NATIXIS ASSET MANAGEMENT	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT
Villiers Diversifié AMUNDI	1	AMUNDI	ALLIANZ
Villiers Diversifié DEXIA	2	DEXIA ASSET MANAGEMENT	DEXIA ASSET MANAGEMENT
Villiers Diversifié SGAM	3	AMUNDI	CPR ASSET MANAGEMENT
Villiers Rendement	2	NATIXIS ASSET MANAGEMENT	NATIXIS ASSET MANAGEMENT
Villiers Sécurité	4	NATIXIS ASSET MANAGEMENT	NATIXIS ASSET MANAGEMENT
Villiers Stratégie	4	NATIXIS ASSET MANAGEMENT	BNP
Villiers Taux AMUNDI	2	AMUNDI	AMUNDI
Support à créer	3	-	ALLIANZ
Support à créer	3	-	BNP

Source : Données IRCANTEC

[129] Les univers d'investissement des 4 lots sont analysés en annexe.

[130] La caisse a pour objectif une réalisation de la transition (incluant les changements de gestionnaires, la mise à jour des notices et la création des deux FCP manquants) en septembre 2012.

4.3. Des placements mobiliers majoritairement investis en obligations

[131] Le portefeuille mobilier de l'IRCANTEC était composé à plus des deux tiers d'obligations au 31 décembre 2011, comme le montre le tableau suivant :

Tableau 21 : Composition du portefeuille mobilier de l'IRCANTEC

Chiffres en €	Valeur de réalisation	%
<i>Obligations à taux fixe</i>	3 515 637 546,13	60,77 %
<i>Obligations à taux indexé</i>	545 938 734,95	9,44 %
Total obligations	4 061 576 281,08	70,20 %
Actions	1 488 570 604,07	25,73 %
Liquidités	235 261 953,90	4,07 %
Total	5 785 408 839,05	100,00 %

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[132] Les actions représentent environ le quart du portefeuille en valeur de réalisation.

4.3.1. Un portefeuille obligataire presque uniquement investi en titres d'État

[133] Le portefeuille obligataire, entièrement libellé en euros, est largement composé de titres souverains, comme le montre le tableau suivant :

Tableau 22 : Composition du portefeuille obligataire de l'IRCANTEC

Chiffres en €	Obligations souveraines	Obligations sous-souveraines	Obligations privées
Taux fixe	3 164 297 997,98	126 277 352,37	225 062 195,78
Taux variable	545 938 734,95	0,00	0,00
Total	3 710 236 732,93	126 277 352,37	225 062 195,78
%	91,35%	3,11%	5,54%

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

[134] D'un point de vue géographique, la caisse détient essentiellement de la dette publique allemande (près de 40 %) et française (plus de 30 %). La dette privée est principalement française (35%) et britannique (17 %) ou néerlandaise (14 %).

4.3.2. Un portefeuille d'actions cotées

[135] Les actions détenues par la caisse le sont soit directement par les FCP dédiés (à hauteur de 1 446,3 M€), soit au travers d'OPCVM ouverts (à hauteur de 42,3 M€ détenus par 5 OPCVM).

[136] Les actions directement détenues sont des actions cotées sur les marchés réglementés de l'Union européenne.

[137] Les OPCVM ouverts ont pour vocation d'exposer la caisse à des marchés d'accès plus difficile et requérant des compétences particulières :

- marché américain des grandes capitalisations (fonds « Loomis Sayles U.S. Research », « Natixis Actions US Value » et « Natixis Actions US Growth » pour des montants respectifs de 7,9 M€, 10,3 M€ et 12,3 M€ en valeur de réalisation) ;
- marché américain des petites capitalisations (fonds « Vaughan Nelson U.S. Small Cap Value », pour un montant de 8,4 M€ en valeur de réalisation) ;
- marché européen des petites capitalisations (fonds « Natixis Europe Smaller Companies », pour un montant de 3,4 M€ en valeur de réalisation) ;

[138] Au total, l'ampleur de l'exposition à ces marchés atypiques demeure très modérée (moins de 3 % du portefeuille actions et moins de 1 % du portefeuille mobilier de la caisse).

4.4. Une gestion active du portefeuille

[139] La caisse a souhaité que ses placements soient gérés de façon active. Les prospectus des FCP dédiés en portefeuille (pour le présent) ainsi que les clauses de l'appel d'offres³⁵ (pour l'avenir) mentionnent effectivement cette orientation en matière de placements.

[140] La gestion active des portefeuilles conduit à un taux de rotation important :

³⁵ Les lots n°1 et n°2 mentionnent explicitement l'orientation de gestion active.

Tableau 23 : Taux de rotation des fonds de l'IRCANTEC (exercice 2011)

Fonds	Poche actions	Poche taux	Rotation totale
Villiers Croissance	53 %	-	53 %
Villiers Diversifié AMUNDI	20 %	427 %	223 %
Villiers Diversifié DEXIA	72 %	181 %	130 %
Villiers Diversifié SGAM	88 %	61 %	73 %
Villiers Rendement	-	60 %	59 %
Villiers Sécurité	-	86 %	86 %
Villiers Stratégie	73 %	5 %	19 %
Villiers Taux AMUNDI	-	445 %	425 %
Total IRCANTEC	59 %	115 %	97 %
Total comptable			

Source : IRCANTEC – les taux de rotation des OPCVM monétaires et des liquidités, non communiqués par la caisse, peuvent marginalement influencer sur le taux de rotation total des fonds.

[141] Il est permis de s'interroger, étant donné le taux de rotation important observé sur les poches obligataires de certains FCP, sur la pertinence du suivi de la notation des titres détenus : celle-ci donne en effet une mesure du risque de défaut de l'instrument. Or, le risque de défaut est d'autant plus important que le titre est porté sur une longue durée. Comme les titres sont fréquemment échangés, le risque de défaut apparaît en conséquence moins important, le risque étant alors essentiellement discrétionnaire (anticipations contraires aux mouvements de marché effectivement constatés).

4.5. Des risques suivis

[142] La DIC dispose, sur une base quotidienne, de l'ensemble des positions prises par les gérants de fonds. Bien qu'elle ne les exploite pas à cette fréquence, elle est en mesure :

- de retracer facilement les positions passées ;
- de suivre de manière plus fréquente les positions lorsque les conditions de marché se durcissent : cela a par exemple été le cas à l'été 2011 lorsque la caisse a souhaité diminuer son exposition à la dette souveraine espagnole et italienne.

[143] La DIC exploite ces données afin d'alimenter un reporting mensuel produit à la commission de pilotage technique et financier. Ce reporting, dont le périmètre correspond aux FCP dédiés hors OPCVM ouverts et monétaires, s'intéresse :

- aux performances de gestion comparées du portefeuille IRCANTEC, ventilé par FCP, avec le benchmark cible ;
- aux indicateurs de risque porté par le portefeuille, ventilé par FCP. Les indicateurs suivis sont la volatilité, le ratio de Sharpe, le ratio d'information et la *tracking error ex post*³⁶ ;
- à la ventilation par notation des obligations détenues.

[144] Un exemple de reporting mensuel est donné en annexe.

Vincent RUOL

³⁶ La *tracking error* « représente l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille et son benchmark. Cet indicateur mesure le risque que prend le gestionnaire par rapport à son benchmark » (Glossaire des principaux termes employés dans le contexte de l'allocation d'actifs et de la Gestion Actif-Passif fourni aux administrateurs de l'IRCANTEC durant leur cycle de formation).

Annexe 1 : lettre de mission



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

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

PARIS, LE 10 JAN. 2012

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

à

Monsieur le chef de l'Inspection générale
des affaires sociales

Objet : Contrôle des placements des régimes de retraite complémentaires professionnels

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

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

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

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

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

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

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

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

A handwritten signature in blue ink, consisting of several horizontal strokes and a vertical line on the left side.

Xavier BERTRAND

Annexe 2 : Méthode de travail et liste des personnes rencontrées

La mission a rencontré les personnels de la Caisse des dépôts et consignations concernés par la politique des placements tant mobiliers qu'immobiliers de l'IRCANTEC.

Elle a pris connaissance des documents retraçant le fonctionnement de la caisse (procès verbaux des conseils d'administration et des commissions financières et rapports d'activité) pour la période sous revue (2006-2011). Elle a obtenu un état détaillé des placements à chaque fin d'exercice et l'a analysé. Elle a de même obtenu les conventions de gestion et les descriptifs des placements dont elle a fait la revue.

Les méthodes de travail de l'inspection ont été respectées et les investigations ont fait l'objet d'une restitution en fin de mission à la directrice des retraites et de la solidarité de la Caisse des dépôts et consignations, d'une part, et au président du conseil d'administration qui a souhaité que cette restitution se fasse dans le cadre d'une réunion du bureau de l'IRCANTEC d'autre part.

Direction des retraites et de la solidarité :

Anne-Sophie GRAVE Directrice

Établissement d'Angers :

Jean-Louis	BARSOTTINI	Directeur des gestions et des prestations clients
Alain	BEUZELIN	Directeur
Florence	EMONS	Actuaire
Jean-Luc	MAUBÉ	Directeur de la gouvernance

Direction des investissements et de la comptabilité :

Patrick	BADILIAN	Responsable du département financier
Xavier	BARON	Responsable du département comptable
Angèle	CALABRESE	Contrôleur des risques
Marianne	DELACHAUME	Chargée d'études ISR
Édith	JOUSSEAUME	Directrice
Ismaël	LOURABI	Responsable gestion financière

Annexe 3 : Répartition géographique des émetteurs de titres détenus par l'IRCANTEC

Par origine géographique, le portefeuille mobilier (hors liquidités et IFT) se ventile de la manière suivante :

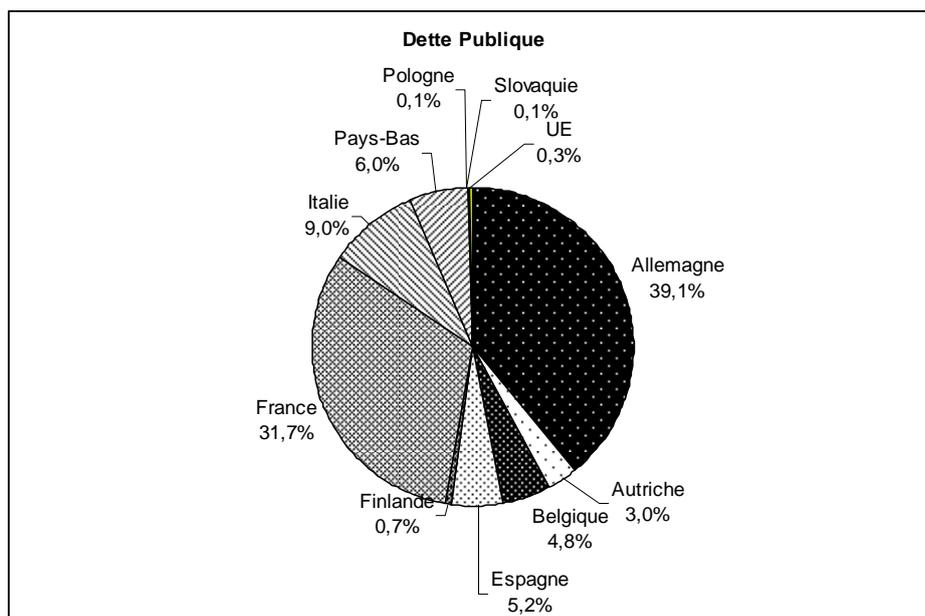
Tableau 1 : Exposition par pays (en valeur de réalisation)

Pays	Exposition	
	en €	en %
Allemagne	1 925 064 630,34	34,65%
Australie	6 213 061,19	0,11%
Autriche	131 286 053,88	2,36%
Belgique	212 287 744,41	3,82%
Espagne	340 225 171,19	6,12%
Finlande	68 933 175,73	1,24%
France	1 802 080 005,31	32,44%
Grèce	839 425,51	0,02%
Irlande	9 384 977,52	0,17%
Italie	481 028 644,99	8,66%
Luxembourg	35 606 058,98	0,64%
Norvège	1 738 755,13	0,03%
Pays-Bas	405 944 944,09	7,31%
Pologne	3 592 607,12	0,06%
Portugal	6 868 835,27	0,12%
Royaume-Uni	79 737 169,64	1,44%
Slovaquie	3 475 533,56	0,06%
Suisse	11 308 626,72	0,20%
UE	13 206 191,45	0,24%
USA	16 364 513,12	0,29%
Total	5 555 186 125,15	100,00%

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

S'agissant de la répartition par pays de la dette publique (souveraine et sous-souveraine), elle est donnée par le graphique suivant :

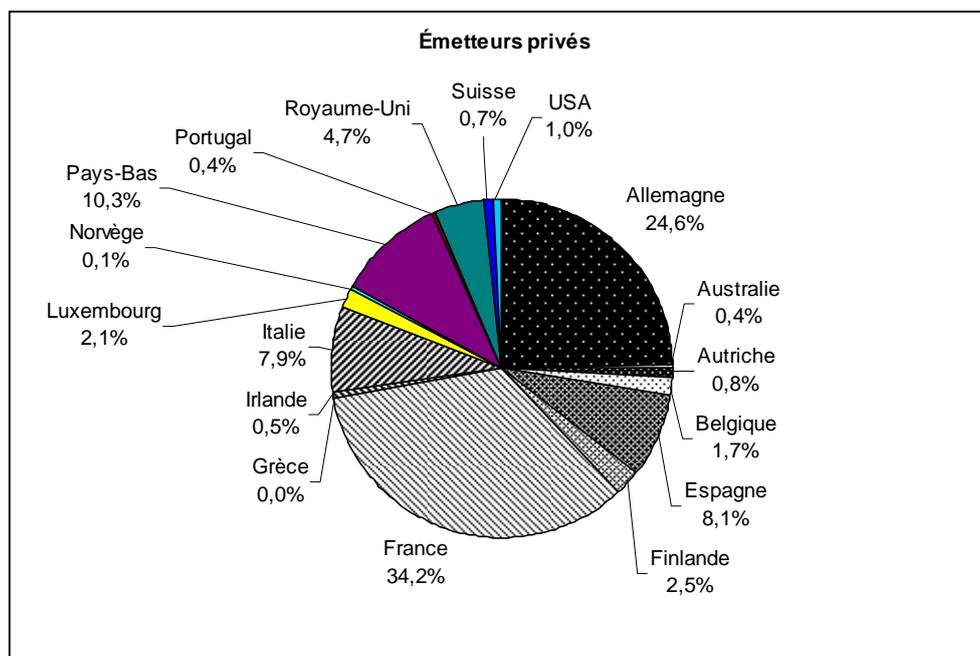
Graphique 5 : Ventilation par pays de la dette publique détenue par l'IRCANTEC (en valeur de réalisation)



Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC – 100% = encours de dette souveraine ou sous-souveraine détenue par l'IRCANTEC

S'agissant des émetteurs privés (qu'il s'agisse de titres de dette ou d'actions), la répartition par pays est plus difficile à établir.

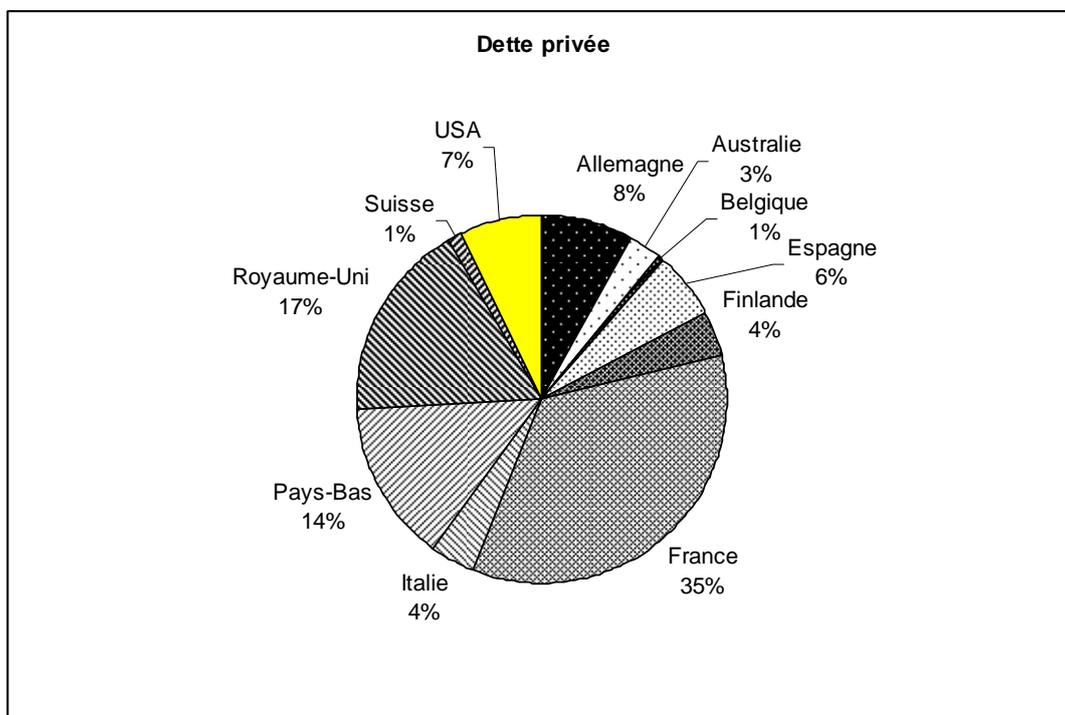
Graphique 6 : Ventilation par émetteur privé des titres détenus par l'IRCANTEC (en valeur de réalisation)



Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC – 100% = encours de titres actions ou obligations émis par des émetteurs privés et détenus par l'IRCANTEC.

En ce qui concerne de la dette privée, elle se ventile de la manière suivante :

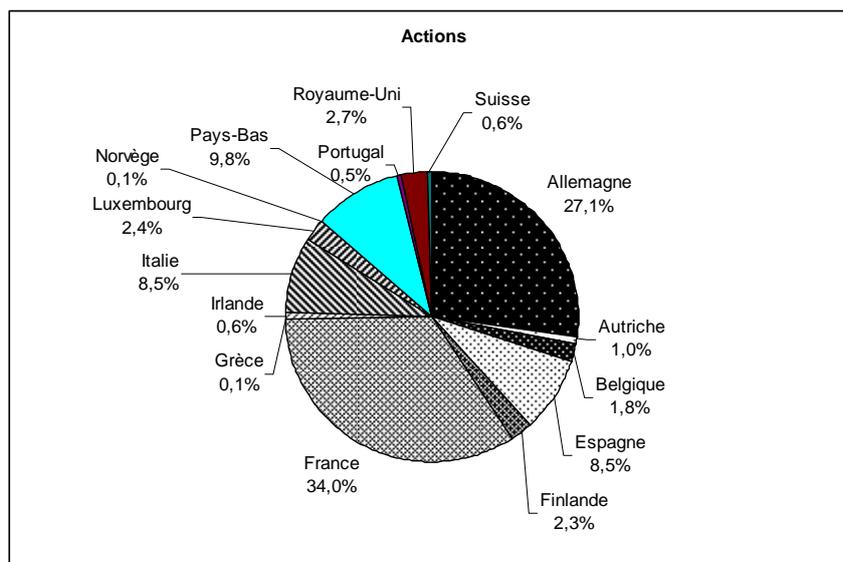
Graphique 7 : Ventilation par pays de la dette privée détenue par l'IRCANTEC (en valeur de réalisation)



Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC – 100% = dette privée détenue par l'IRCANTEC.

S'agissant des actions, elles sont réparties géographiquement de la manière suivante :

Graphique 8 : Ventilation par pays des actions détenues par l'IRCANTEC (en valeur de réalisation)



Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

Annexe 4 : Exemple de reporting mensuel de l'IRCANTEC



Reporting mensuel IRCANTEC - décembre 2011

Etabli à partir des données SPIRRIS

FCP dédiés IRCANTEC

(hors OPCVM ouverts - monétaires et/ou taux -)

Evolution des placements IRCANTEC sur FCP dédiés

Evolution de l'Actif Net des FCP	décembre 2011		novembre 2011		décembre 2010	
	Situation au 30/12/2011		Situation au 30/11/2011		Situation au 31/12/2010	
	Actif net des FCP	Répartition en %	Actif net des FCP	Répartition en %	Actif net des FCP	Répartition en %
Villiers Taux AMUNDI	325 931 207,44	5,63 %	322 531 097,23	5,66 %	282 843 108,54	4,83 %
Villiers AMUNDI	604 000 635,03	10,44 %	600 068 346,78	10,53 %	652 630 280,71	11,16 %
Villiers SGAM	608 160 840,33	10,51 %	603 767 457,43	10,59 %	636 773 393,41	10,88 %
Villiers DEXIA	673 727 901,15	11,65 %	662 791 393,86	11,63 %	652 172 428,60	11,15 %
Villiers Sécurité	1 466 215 826,59	25,34 %	1 369 024 653,74	24,02 %	1 307 716 752,81	22,35 %
Villiers Rendement	1 348 331 374,32	23,31 %	1 356 229 504,94	23,79 %	1 302 124 588,78	22,26 %
Villiers Croissance	663 013 287,59	11,46 %	672 075 544,58	11,79 %	725 884 025,35	12,41 %
Villiers Stratégie (Hors FCP Villiers)	96 027 766,60	1,66 %	113 687 214,63	1,99 %	289 943 936,63	4,96 %
Actif Net Villiers Stratégie	1 055 424 517,86		1 158 758 810,55		1 207 906 611,02	
Total IRCANTEC investi en FCP dédiés	5 785 408 839,05	100,00 %	5 700 175 213,19	100,00 %	5 850 088 514,83	100,00 %

Valorisation effectuée en s'appuyant sur les VL en date de valorisation pour les FCP Villiers de Natixis (y compris pour la part détenue par Stratégie). Cette méthode de valorisation "financière" est compatible avec une transparence complète des FCP, et est utilisée dans tout le document, hormis la page fournissant l'estimation comptable des avoirs IRCANTEC.

Placements IRCANTEC sur FCP dédiés - Répartition par type d'actif des Actifs Nets

(En M€)

Situation au 30/12/2011		Total tous FCP dédiés	%	AN Stratégie (HORS FCP Villiers)	%	AN VILLIERS CROISSANCE	%	AN VILLIERS RENDEMENT	%	AN VILLIERS SECURITE	%	AN VILLIERS DIVERS DEXI	%	AN VILLIERS DIVERS SGAM	%	AN VILLIERS DIV.AMUNDI	%	AN VILLIERS TAUX AMUNDI	%
Taux Nominiaux	Obligations < 5 ans	3 214,80	55,6 %					1 132,41	84,0 %	1 090,44	74,4 %	308,75	45,8 %	272,17	44,8 %	194,73	32,2 %	216,30	66,4 %
	Obligations 5 - 15 ans	305,87	5,3 %					148,73	11,0 %			10,54	1,6 %	64,98	10,7 %	36,57	6,1 %	45,06	13,8 %
	Taux Nominiaux	3 520,68	60,9 %					1 281,14	95,0 %	1 090,44	74,4 %	319,29	47,4 %	337,16	55,4 %	231,29	38,3 %	261,36	80,2 %
Taux Indexés	Obligations < 5 ans	199,36	3,4 %							107,97	7,4 %	13,65	2,0 %	6,46	1,1 %	37,16	6,2 %	34,11	10,5 %
	Obligations 5 - 15 ans	254,92	4,4 %							189,03	12,9 %	38,94	5,8 %			21,43	3,5 %	5,53	1,7 %
	Obligations > 20 ans	56,89	1,0 %							46,93	3,2 %	3,01	0,4 %			4,59	0,8 %	2,35	0,7 %
	Obligations 15 - 20 ans	34,77	0,6 %							24,01	1,6 %					7,74	1,3 %	3,01	0,9 %
	Taux Indexés	545,94	9,4 %							367,95	25,1 %	55,60	8,3 %	6,46	1,1 %	70,93	11,7 %	45,00	13,8 %
Actions	Actions en direct	1 446,27	25,0 %			662,20	99,9 %					280,26	41,6 %	254,18	41,8 %	249,62	41,3 %		
	NIFLI EU SM IAC I/A	3,36	0,1 %	3,36	3,5 %														
	NAT.ACTION US GROW I	12,31	0,2 %	12,31	12,8 %														
	NATIXIS AC.US VAL.IE	10,33	0,2 %	10,33	10,8 %														
	NAT VAUGH I 3DEC	8,43	0,1 %	8,43	8,8 %														
	NATI LOOMIS US R I C	7,88	0,1 %	7,88	8,2 %														
	Actions	1 488,57	25,7 %	42,30	44,1 %	662,20	99,9 %					280,26	41,6 %	254,18	41,8 %	249,62	41,3 %		
Futures	EUREX BOBL	-0,11	-0,0 %					0,87	0,1 %	0,01	0,0 %					-0,41	-0,1 %	-0,58	-0,2 %
	EUREX EURO BUND	-4,10	-0,1 %					-0,56	-0,0 %	0,36	0,0 %			-2,15	-0,4 %	-0,81	-0,1 %	-0,95	-0,3 %
	EUREX EURO SCHATZ	-0,19	-0,0 %											-0,12	-0,0 %	-0,03	-0,0 %	-0,04	-0,0 %
	DJ EURO STOXX 50	-0,46	-0,0 %	-0,46	-0,5 %														
	EUREX EURO BUXL	-0,18	-0,0 %													-0,09	-0,0 %	-0,09	-0,0 %
	Futures	-5,04	-0,1 %	-0,46	-0,5 %			0,31	0,0 %	0,38	0,0 %			-2,27	-0,4 %	-1,34	-0,2 %	-1,65	-0,5 %
Liquidités	Trésorerie	39,95	0,7 %	2,76	2,9 %	0,81	0,1 %	4,63	0,3 %	5,10	0,3 %	0,29	0,0 %	12,62	2,1 %	9,93	1,6 %	3,82	1,2 %
	NATIXIS CASH A 1P1	116,04	2,0 %	51,43	53,6 %			62,26	4,6 %	2,35	0,2 %								
	DEXIA EUR.AAA Z 3D	18,29	0,3 %									18,29	2,7 %						
	AMUNDI TRES EON. ISR	49,87	0,9 %													43,58	7,2 %	6,30	1,9 %
	AMUNDI TRESO AAA C	4,84	0,1 %															4,84	1,5 %
	AMUNDI TRESO 3 MOIS	6,26	0,1 %															6,26	1,9 %
	Liquidités	235,26	4,1 %	54,19	56,4 %	0,81	0,1 %	66,89	5,0 %	7,45	0,5 %	18,58	2,8 %	12,62	2,1 %	53,50	8,9 %	21,22	6,5 %
TOTAL AN FCP	5 785,41	100 %	96,03	1,7 %	663,01	11,5 %	1 348,33	23,3 %	1 466,22	25,3 %	673,73	11,6 %	608,16	10,5 %	604,00	10,4 %	325,93	5,6 %	

Placements IRCANTEC sur FCP dédiés

Répartition par type d'actif et par mandat au 30/12/2011

	TOTAL IRCANTEC	Natixis	Dexia	Société Générale	Amundi diversifié	Amundi TAUX
Valeur Boursière (M€)	5 785,41	3 573,59	673,73	608,16	604,00	325,93
Taux Nominiaux	60,9 %	66,4 %	47,4 %	55,4 %	38,3 %	80,2 %
Taux Indexés	9,4 %	10,3 %	8,3 %	1,1 %	11,7 %	13,8 %
Actions	25,7 %	19,7 %	41,6 %	41,8 %	41,3 %	
Futures	-0,1 %	0,0 %		-0,4 %	-0,2 %	-0,5 %
Liquidités	4,1 %	3,6 %	2,8 %	2,1 %	8,9 %	6,5 %
	100,0 %	61,8 %	11,6 %	10,5 %	10,4 %	5,6 %

Détail des OPCVM détenus au 30/12/2011

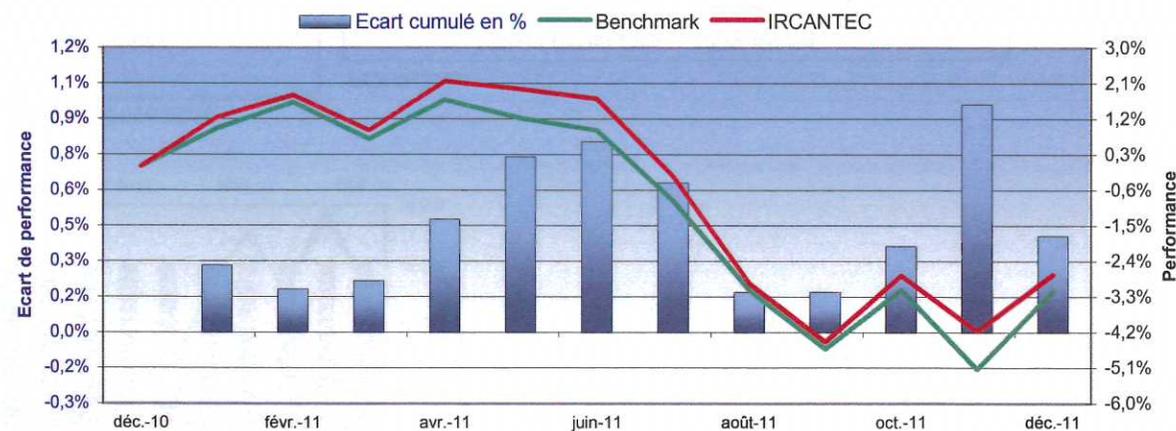
Code ISIN	Gérant	Classement en	OPCVM de type Actions	Détenu dans	Autorisé	Nb parts détenues	Valorisation en €
LU0147924905	Natixis	Actions	Loomis Sayles US Research	VILLIERS STRATEGIE	ok	79 813,00	7 875 946,84 €
Total OPCVM							7 875 946,84 €
FR0010256404	Natixis	Actions	Natixis Actions US Growth	VILLIERS STRATEGIE	ok	157,00	12 307 316,05 €
Total OPCVM							12 307 316,05 €
FR0010619890	Natixis	Actions	Natixis Actions US Value	VILLIERS STRATEGIE	ok	111,00	10 330 343,76 €
Total OPCVM							10 330 343,76 €
LU0095827381	Natixis	Actions	Natixis Europe Smaller Companies Fund	VILLIERS STRATEGIE	ok	50 835,64	3 356 677,31 €
Total OPCVM							3 356 677,31 €
LU0260078281	Natixis	Actions	Vaughan Nelson U.S. Small Cap Value Fund	VILLIERS STRATEGIE	ok	82 156,00	8 434 134,96 €
Total OPCVM							8 434 134,96 €
Code ISIN	Gérant	Classement en	OPCVM de type Monétaire	Détenu dans	Autorisé	Nb parts détenues	Valorisation en €
FR0007038138	Amundi	Liquidités	AMUNDI TRESO 3 MOIS	VILLIERS TAUX AMUNDI	ok	6,00	6 260 360,28 €
Total OPCVM							6 260 360,28 €
FR0000983751	Amundi	Liquidités	AMUNDI TRESO AAA	VILLIERS TAUX AMUNDI	NON	259,00	4 843 729,94 €
Total OPCVM							4 843 729,94 €
FR0007435920	Amundi	Liquidités	Amundi Tresos EONIA ISR	VILLIERS DIV.AMUNDI	?	200,66	43 575 590,21 €
				VILLIERS TAUX AMUNDI	ok	29,00	6 297 835,17 €
Total OPCVM							49 873 425,38 €
LU0391999470	Dexia	Liquidités	Dexia Money Market Euro AAA Z	VILLIERS DIVERS DEXI	ok	17 105,57	18 294 576,03 €
Total OPCVM							18 294 576,03 €
FR0010322438	Natixis	Liquidités	Natixis Cash A1P1	VILLIERS STRATEGIE	ok	437,82	51 429 837,31 €
				VILLIERS RENDEMENT	ok	530,00	62 258 037,03 €
				VILLIERS SECURITE	ok	20,00	2 349 359,89 €
Total OPCVM							116 037 234,23 €

Performances de gestion des réserves (y/c supports OPCVM ouverts détenus en 2009/2010)
IRCANTEC
30 décembre 2011
Benchmarks

Actions = DJEurostoxx (price index, divid. non réinvestis)

Taux Fixes = 50% IBOXX 1-3 ans et 50% IBOXX 3-5 ans

Taux Indexés = Barclays Euro Gvt Inflation

Composite IRCANTEC =
27% Actions + 62,6% Taux Fixes + 10,4% Taux Indexés
Tous les benchmarks sont rebalancés mensuellement
Performances mensuelles cumulées YTD (à compter du 31/12/10)


Performances	Mensuelle	Ecart / son benchmark	YTD	Ecart / son benchmark	Depuis exercice précédent	Ecart / son benchmark	Depuis date de référence	Ecart / son benchmark	Date de référence *
Villiers Taux AMUNDI	1,05%	-1,96%	-2,00%	-4,25%	-	-	-3,80%	-4,23%	31/08/2010
Villiers Diversifié AMUNDI	0,65%	-1,06%	-7,45%	-0,43%	-6,39%	-0,21%	-4,33%	3,42%	25/07/2008
Villiers Diversifié SGAM	0,73%	-0,52%	-4,49%	1,98%	-2,87%	2,75%	-1,92%	5,27%	25/07/2008
Villiers Diversifié DEXIA	1,65%	0,17%	-3,84%	2,90%	-1,08%	4,82%	0,34%	7,81%	25/07/2008
Total Natixis	1,78%	-0,54%	-1,44%	0,29%	0,46%	1,20%	9,93%	2,05%	31/12/2008
Villiers Croissance	-0,26%	0,14%	-16,32%	1,41%	-14,42%	3,41%	-22,21%	6,25%	25/07/2008
Villiers Rendement	2,45%	-0,14%	2,43%	-0,34%	3,68%	-0,18%	16,39%	0,28%	25/07/2008
Villiers Sécurité	2,11%	-1,34%	2,64%	0,92%	4,38%	1,60%	15,78%	0,88%	25/07/2008
Villiers Stratégie	2,92%		-1,27%		1,28%		8,99%		25/07/2008
Total IRCANTEC	1,50%	-0,60%	-2,73%	0,41%	-1,10%	1,24%	9,31%	1,79%	31/12/2008

* démarrage au 25/07/2008 pour les FCP diversifiés Villiers : date d'import sous SPIRRIS et au 31/12/2008 pour Natixis et le Total IRCANTEC : démarrage des calculs de performance
démarrage au 05/05/2010, mais performances depuis le 31/08/2010 pour le FCP Taux AMUNDI et benchmark associé : date de démarrage des comparaisons

Indices	Performance mensuelle	Performance YTD	Performance depuis exercice précédent	Performance depuis 25/07/2008
Actions	-0,40%	-17,73%	-17,82%	-28,46%
Taux Fixes	2,59%	2,76%	3,86%	16,10%
Indexés	5,58%	-0,94%	0,02%	10,06%
Benchmark global IRCANTEC	2,10%	-3,14%	-2,34%	1,99%

A compter du :

30/11/2011

31/12/2010

31/12/2009

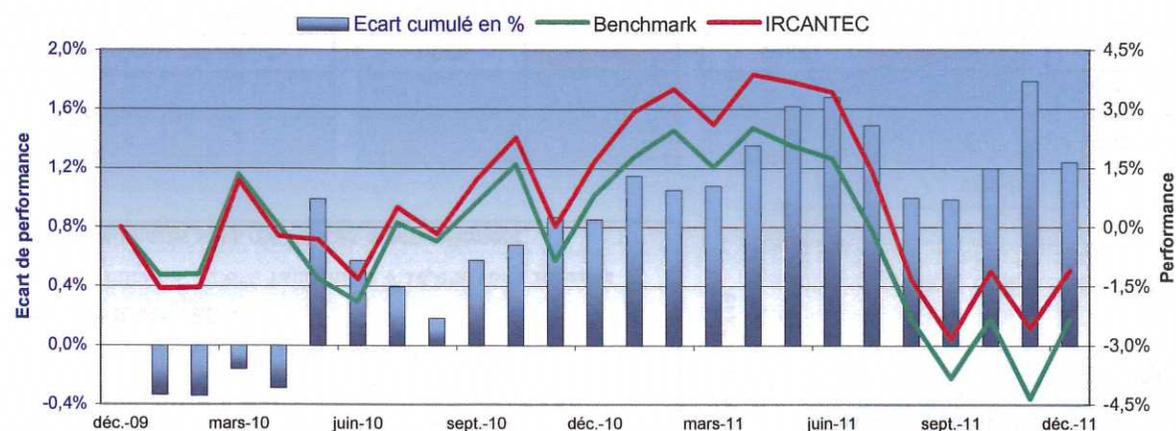
Indicateurs de risque IRCANTEC au 30/12/2011

Indicateurs de risque	Volatilité	Volatilité Benchmark	Ratio de Sharpe *	Ratio de Sharpe Bench. *	Ratio d'information	Tracking error ex post
Villiers Taux AMUNDI	3,77%	4,05%	-0,93	0,18	-1,45	2,94%
Villiers Diversifié AMUNDI	13,20%	12,94%	-0,68	-0,66	-0,24	1,84%
Villiers Diversifié SGAM	11,59%	12,23%	-0,52	-0,65	1,00	1,99%
Villiers Diversifié DEXIA	11,89%	12,57%	-0,45	-0,66	2,08	1,39%
Total Natixis	6,52%	6,73%	-0,45	-0,48	0,18	1,56%
Villiers Croissance	27,24%	26,95%	-0,65	-0,71	1,37	1,03%
Villiers Rendement	3,24%	3,37%	0,28	0,37	-0,49	0,69%
Villiers Sécurité	3,83%	4,86%	0,30	0,04	0,53	1,72%
Villiers Stratégie	5,89%		-0,47			
Total IRCANTEC	8,03%	8,27%	-0,53	-0,56	0,32	1,26%

Indicateurs calculés avec des données hebdomadaires, historique de 52 semaines (dernière valeur hebdomadaire le 30/12/11)

* taux sans risque de référence : Euribor 12 mois en début d'historique le 31/12/2010 : 1,51%

Performances mensuelles depuis le début de l'exercice n-1



Rappel des benchmarks des FCP / SdG - Rebalancement mensuel (depuis le 01/09/2010)

Villiers Taux AMUNDI	85,8% Taux Fixes + 14,2% Taux Indexés
Villiers Diversifié AMUNDI	45% Actions + 39,2% Taux Fixes + 15,8% Taux Indexés
Villiers Diversifié SGAM	45% Actions + 55% Taux Fixes
Villiers Diversifié DEXIA	45% Actions + 47,2% Taux Fixes + 7,8% Taux Indexés
Total Natixis	20% Actions + 69% Taux Fixes + 11% Taux Indexés

FCP Natixis

Villiers Croissance	100% Actions
Villiers Rendement	100% Taux Fixes
Villiers Sécurité	71,4% Fixes + 28,6% Indexés
Villiers Stratégie	Pas de benchmark associé

IRCANTEC : Notations 'émissions' au 30/12/2011

Répartition des obligations détenues en direct par note et par FCP

Notation	Villiers Rendement	Villiers Sécurité	Villiers DEXIA	Villiers SGAM	Villiers AMUNDI	Villiers Taux AMUNDI	TOTAL	%
AAA	808 943 038 €	1 326 851 531 €	228 923 085 €	305 182 612 €	222 439 910 €	235 173 346 €	3 127 513 521 €	76,91%
AA+	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
AA	- €	- €	4 025 325 €	- €	- €	- €	4 025 325 €	0,10%
AA-	184 938 900 €	131 537 698 €	43 559 820 €	13 882 358 €	24 097 424 €	23 346 731 €	421 362 931 €	10,36%
A+	2 282 944 €	- €	12 283 001 €	6 254 430 €	35 264 219 €	27 292 305 €	83 376 899 €	2,05%
A	276 671 230 €	- €	75 965 819 €	9 880 276 €	7 352 235 €	7 372 546 €	377 242 107 €	9,28%
A-	3 638 281 €	- €	6 309 715 €	5 501 379 €	13 066 403 €	13 177 253 €	41 693 031 €	1,03%
BBB+	4 187 433 €	- €	1 599 398 €	2 919 937 €	- €	- €	8 706 768 €	0,21%
BBB	474 073 €	- €	2 220 867 €	- €	- €	- €	2 694 939 €	0,07%
BBB-	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
BB+	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
Absent	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
OPCVM	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
	1 281 135 898 €	1 458 389 228 €	374 887 030 €	343 620 992 €	302 220 191 €	306 362 182 €	4 066 615 521 €	100,00%

Synthèse par tranche de notation

Tranche de notation	TOTAL	%
AAA	3 127 513 521 €	76,91%
AA	425 388 256 €	10,46%
A	502 312 036 €	12,35%
BBB	11 401 707 €	0,28%
< BBB- et absent	- €	0,00%
Total	4 066 615 521 €	100,00%

Cumul	Montant cumulé	%
AAA	3 127 513 521 €	76,91%
>= AA-	3 552 901 778 €	87,37%
>= A-	4 055 213 814 €	99,72%
>= BBB-	4 066 615 521 €	100,00%

IRCANTEC : Notations 'émissions' au 30/12/2011

Répartition des obligations par catégorie d'émetteur et tranche de notation

Tranche Note Catégorie FININFO	AAA	AA	A	BBB	< BBB-	Absent	TOTAL	%
Sovereigns	2 995 122 040 €	367 562 211 €	352 591 722 €	- €	- €	- €	3 715 275 973 €	91,36%
Supranational	13 206 191 €	- €	- €	- €	- €	- €	13 206 191 €	0,32%
Financials	3 712 859 €	48 385 349 €	120 275 703 €	1 009 355 €	- €	- €	173 383 266 €	4,26%
Non financials	2 211 969 €	2 342 029 €	18 260 366 €	8 856 540 €	- €	- €	31 670 904 €	0,78%
Utilities	- €	3 343 309 €	11 184 246 €	- €	- €	- €	14 527 555 €	0,36%
Agencies and other guaranteed	109 747 020 €	3 755 357 €	- €	- €	- €	- €	113 502 377 €	2,79%
Mortgage Banks / Covered	- €	- €	- €	1 535 812 €	- €	- €	1 535 812 €	0,04%
Residential MBS	3 513 442 €	- €	- €	- €	- €	- €	3 513 442 €	0,09%
Inconnu	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
OPCVM	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	0,00%
							4 066 615 521 €	

Répartition des Souverains (détenus en direct) par pays et par FCP

PAYS	Notation	Villiers Rendement	Villiers Sécurité	Villiers DEXIA	Villiers SGAM	Villiers AMUNDI	Villiers Taux AMUNDI	TOTAL Souverains	%	Répartition en % des obligations IRCANTEC
ALLEMAGNE	AAA	353 658 608 €	569 230 289 €	46 019 650 €	222 978 415 €	142 681 891 €	169 043 234 €	1 503 612 087 €	40,47%	36,97%
AUTRICHE	AAA	43 248 629 €	32 618 165 €	19 928 288 €	- €	9 633 749 €	11 586 779 €	117 015 609 €	3,15%	2,88%
BELGIQUE	AA-	65 526 519 €	78 457 324 €	10 044 731 €	4 219 819 €	10 530 798 €	14 761 239 €	183 540 429 €	4,94%	4,51%
ESPAGNE	AA-	103 194 060 €	53 080 374 €	27 747 349 €	- €	- €	- €	184 021 782 €	4,95%	4,53%
FINLANDE	AAA	- €	16 124 312 €	- €	- €	4 300 510 €	5 383 503 €	25 808 324 €	0,69%	0,63%
FRANCE	AAA	265 040 195 €	657 651 629 €	96 840 961 €	33 702 445 €	43 030 633 €	23 696 719 €	1 119 962 583 €	30,14%	27,54%
GRECE		- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €		
IRLANDE		- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €		
ITALIE	A	273 044 550 €	- €	72 479 030 €	- €	- €	- €	345 523 581 €	9,30%	8,50%
PAYS-BAS	AAA	67 414 252 €	51 227 135 €	34 367 050 €	27 458 760 €	22 793 127 €	25 463 111 €	228 723 436 €	6,16%	5,62%
POLOGNE	A-	- €	- €	3 592 607 €	- €	- €	- €	3 592 607 €	0,10%	0,09%
PORTUGAL		- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €		
SLOVAQUIE	A+	- €	- €	3 475 534 €	- €	- €	- €	3 475 534 €	0,09%	0,09%
SLOVENIE		- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €		
								3 715 275 973 €	100,00%	91,36%

Obligations de catégorie FININFO particulière ou INCONNU

Date de Valorisation : 30/12/2011

Total V. Boursière : 5 049 253,85 €

Libellé portefeuille FST	Code Valeur	LIBELLE VALEUR	CODE EMETTEUR FININFO	LIBELLE EMETTEUR FININFO	VALEUR BOURSIERE	PAYS EMETTEUR FININFO	SECTEUR ECO FBC	V - NOTE FRR EMISSION	Commentaire
VILLIERS DIVERS SGAM	FR0011109164	CA HOME 2.875% 09/16	235520	CREDIT AGRICOLE HOME LOAN SFH	3 513 442,01 €	FRANCE	Residential MBS	AAA	
VILLIERS RENDEMENT	ES0313860233	BCO SABAD.4.375%-12	8111	BANCO DE SABADELL SA	1 535 811,84 €	ESPAGNE	Mortgage Banks / Covered	BBB+	

Répartition des FCP dédiés par société de gestion au 30/12/2011 (valeur boursière en vision comptable)

Société de gestion	FCP	Nb parts détenues	% du FCP	VL	Montant valorisé (M€)	% des avoirs IRCANTEC
Natixis	VILLIERS CROISSANCE	45 231	71,87 %	10 535,55 €	476,53	8,24 %
	VILLIERS SECURITE	379 519	73,12 %	2 824,81 €	1 072,07	18,54 %
	VILLIERS RENDEMENT	341 536	71,76 %	2 833,13 €	967,62	16,73 %
	VILLIERS STRATEGIE	307 728	100,00 %	3 429,72 €	1 055,42	18,25 %
					3 571,64	61,76 %
Amundi	VILLIERS DIV.AMUNDI	546 345	100,00 %	1 105,52 €	604,00	10,44 %
	VILLIERS TAUX AMUNDI	334 415	100,00 %	974,62 €	325,93	5,64 %
					929,92	16,08 %
Société Générale	VILLIERS DIVERS SGAM	555 701	100,00 %	1 094,40 €	608,16	10,52 %
					608,16	10,52 %
Dexia	VILLIERS DIVERS DEXI	656 681	100,00 %	1 025,95 €	673,72	11,65 %
					673,72	11,65 %
TOTAL IRCANTEC					5 783,4	100,0 %

Annexe 5 : Analyse des univers d'investissement des nouveaux FCP

Le portefeuille mobilier de l'IRCANTEC est composé de 10 FCP dédiés répartis, par appel d'offres, en 4 lots :

- le lot n°1 concerne deux FCP « *investis en actions et valeurs assimilées* » ;
- le lot n°2 concerne trois FCP « *investis en obligations à taux nominal, TCN et valeurs assimilées* » ;
- le lot n°3 concerne trois FCP « *investis en actifs financiers diversifiés* » ;
- le lot n°4 concerne deux FCP « *investis en obligations à taux indexés sur l'inflation* ».

1. OBJECTIFS DE GESTION DES FCP

Les fonds des lots n°1, 2 et 4 sont investis très majoritairement dans une classe d'actifs spécifique avec peu de marges pour le gérant :

- les FCP du lot n°1 sont investis au minimum à 95% en actions et valeurs assimilées ;
- les FCP du lot n°2 sont investis intégralement en « *produits de taux nominaux* » (obligations à taux fixe) ;
- les FCP du lot n°4 sont investis « *au minimum pour 80% [...] en produits de taux indexés sur l'inflation essentiellement libellés en Euro* », le solde étant investi « *sur des titres à taux fixe ou à taux variable d'une durée inférieure à 2 ans et émis en euro* ».

Étant donné le cadre rigide donné aux lots 1, 2 et 4 qui peuvent voir leur valorisation évoluer dans des proportions différentes en fonction des comportements des marchés actions, obligataires et de l'inflation constatée, le lot n°3 doit permettre de respecter globalement les orientations d'investissement de la caisse, et en particulier l'allocation stratégique. Il doit donc pouvoir être orienté vers les obligations (lorsque le rendement des marchés obligataires est en deçà de celui des marchés actions) ou les actions (dans l'hypothèse contraire). Ce type d'allocation permet donc de ménager des marges tactiques.

1.1. Fonds correspondant à des poches d'actifs (lots n°1, 2 et 4)

La gestion est « *active et [vise] à maximiser la performance du portefeuille* » pour les lots 1, 2 et 4. Chaque FCP se voit attribuer un indice de référence, sans qu'il soit *a priori* imposé de limitation du risque pris afin d'obtenir un rendement supérieur à celui de l'indice.

1.2. Fonds tactique (lot n°3)

La gestion des FCP appartenant au lot n°3 est « *flexible et [vise] à maximiser la performance du portefeuille* »

Chaque FCP se voit attribuer un indice de référence, sans qu'il soit *a priori* imposé de limitation du risque pris afin d'obtenir un rendement supérieur à celui de l'indice.

2. INVESTISSEMENTS AUTORISÉS

Chaque lot (à l'exception du lot n°3) a un univers d'investissement différent (actions, obligations à taux fixe et obligations à taux variable). S'agissant des actifs obligataires, ceux-ci peuvent être de deux types :

- soit des titres vifs émis « *par un État membre de l'OCDE, une entreprise ayant son siège social dans un pays de l'OCDE ou une institution supranationale [...] être listés ou cotés sur un Marché Réglementé d'un des États membres de l'OCDE* ». Sont donc *a priori* admissibles les titres listés mais non cotés ;
- soit des OPCVM « *correspondant à la partie non-€ de l'univers d'investissement* » agréés par la CDC sur proposition du gérant.

Les titres obligataires libellés dans une devise autre que l'euro devront être « *systématiquement couverts contre le risque de change* », sauf pour les obligations du lot n°3 qui sont libellées en euros.

Les actions ou valeurs assimilées détenues directement devront être « *cotées sur un Marché Réglementé* » ou être d'autres « *Instruments financiers attachés à leur détention dont le pays de l'émetteur figure parmi* » les pays visé par l'indice MSCI EMU³⁷ auxquels viennent s'ajouter 6 autres pays de l'OCDE hors zone euro³⁸. Les actions et titres assimilés pourront également être détenus au travers d'OPCVM dans les mêmes conditions que les titres détenus en direct. Les FCP pourront en outre détenir des OPCVM investis dans des actions émises par des organismes brésiliens, indiens et chinois. En toute hypothèse, les OPCVM utilisés seront agréés par la CDC sur proposition du gérant. La décision de couvrir les actions ou titres assimilés libellés dans une devise autre que l'euro est laissée à l'appréciation du gérant.

De manière générale, les liquidités « *pourront être investies en titres de vie résiduelle courte (durée de vie inférieure à 3 mois et de rating court terme « investment grade »)* » pour les lots n°1 et 2 « *ou en OPCVM monétaires court terme investis en euro* » pour lesquels l'accord préalable de la CDC est requis.

L'utilisation des instruments financiers à terme (contrats fermes ou d'échange, à l'exception des contrats optionnels) est autorisée :

- dans le cadre de stratégies de couverture ;
- en anticipation d'investissements ou de désinvestissements.

Les instruments financiers à terme doivent être échangés sur des marchés réglementés (instruments sur taux et actions). Les marchés non réglementés sont autorisés pour la couverture du risque de change.

3. INVESTISSEMENTS PROHIBÉS

Les investissements non explicitement autorisés sont interdits. Sont ainsi particulièrement (mais non exclusivement) visés :

- les produits dits « structurés » (sauf lorsqu'ils ont pour finalité une indexation à l'inflation pour le seul lot n°4). Les obligations convertibles sont toutefois autorisées dans la limite de 5% de l'actif ;
- les cessions temporaires et les prêts de titres ;

³⁷ L'indice MSCI EMU (*European Economic and Monetary Union*) comprend les pays suivants: Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, et Espagne.

³⁸ Canada, Australie, États-Unis d'Amérique, Grande Bretagne, Suisse et Japon.

- les *warrants*³⁹ et options sur actions ou titres assimilés ;
- les produits de titrisation (y compris les obligations à collatéral telles que les obligations foncières) ;
- les produits subordonnés ;
- les dérivés de crédit.

4. LIMITES D'INVESTISSEMENT

Des limites d'investissement sont prévues pour chaque lot. Le tableau suivant retrace les principales d'entre elles :

Tableau 2 : Limites d'investissement pour chaque lot

Lot	Limitations par ligne	Limitation géographique
n°1	- l'exposition maximale sur un titre du benchmark ne pourra pas excéder son poids dans l'indice de référence augmenté de 3% ; - l'exposition maximale sur un titre ne pourra pas excéder 5% de l'actif.	- l'encours en titres hors zone euro ne dépassera pas 30% de l'actif ; - L'encours sur des titres issus de la zone Brésil, Inde et Chine ne dépassera pas 5% de l'actif.
n°2	- obligations et titres de créances (ou émetteurs) doivent être notés au minimum BBB- ; - l'exposition maximale sur les dettes souveraines d'un pays ne pourra pas excéder 150% de son poids dans l'indice de référence.	- 10% maximum de l'encours pourra être investi sur une autre devise d'émission que l'euro ; - Devises autorisées : AU\$, CA\$, €, £, US\$, CHF, ¥.
n°3	règles cumulées des lots n°1 et 2	- actions de la zone euro plus Canada, États-Unis, Japon, Australie, Royaume-Uni et Suisse ; - obligations de toute zone libellées en euro.
n°4	- obligations et titres de créances (ou émetteurs) doivent être notés au minimum BBB- ; - produits synthétiques ayant pour finalité une indexation à l'inflation limités à 10% de l'actif.	- 16% maximum de l'encours pourra être investi sur une autre devise d'émission que l'euro ; - Devises autorisées : €, £, US\$.

Source : Mission IGAS d'après données IRCANTEC

³⁹ Les *warrants* sont des instruments émis par des établissements de crédit ou d'investissement aux caractéristiques proches de celles des options.

Annexe 5 bis: Ordres du jour des réunions de la commission de pilotage technique et financier

Séance	Ordre du jour
10 juillet 2009	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rapport financier 2008 <ol style="list-style-type: none"> 1.1 Rapport sur la gestion 2008 du patrimoine immobilier 1.2. Rapport 2008 sur le groupe forestier de Brèves 1.3 Rapport sur la gestion financière 2008 2. Situation financière au 4 juin 2009 3. Présentation des statistiques du régime
10 septembre 2009	<ol style="list-style-type: none"> 1. Point statistique <p>Comptes de la sécurité sociale 2009 – Prévisions Ircantec pour 2009 et 2010</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. Projet de règlement financier 3. Point sur la gestion financière 4. Présentation du résultat de l'étude sur la notation du portefeuille de l'Ircantec au regard des critères ISR (VIGEO) <p><i>Compte rendu de la réunion de la commission de pilotage technique et financier du 10 juin 2009</i></p>
19 novembre 2009	<ol style="list-style-type: none"> 1. Reporting financier à fin octobre 2. Atterrissage 2009 du compte de résultat technique (cotisations/prestations) 3. Prévision d'atterrissage financier 2009 4. Création d'un nouvel organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de taux 5. Prévisions 2010 des sociétés de gestion <p><i>Compte rendu de la réunion de la commission de pilotage technique et financier du 10 septembre 2009</i></p>
26 novembre 2009	<ol style="list-style-type: none"> 1. Résultat financier 2009 2. Conditions de réalisation de l'équilibre à long terme du régime 3. COG Ircantec – Examen des objectifs et des actions relatifs au pilotage du régime 4. Finalisation du règlement financier 5. Relance de la démarche ISR
4 mars 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Travaux ISR : Modalités et calendrier <ul style="list-style-type: none"> - ISR : Organisation et lancement des travaux - Plannings ISR 1er semestre 2010 et allocation d'actifs 2010 2. Allocation d'actifs <ul style="list-style-type: none"> - Choix des projections de passif pour l'allocation d'actifs long terme de l'IRCANTEC - Cadrage macroéconomique pour l'actualisation des projections du COR <p><i>Relevé de décisions de la dernière réunion de la commission de pilotage technique et financier du 26 novembre 2009</i></p>
16 mars 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Résultats de l'analyse de cohérence entre les modélisations de l'actif et du passif dans le modèle ALM (Asset-liability management) de l'IRCANTEC 2. Proposition d'allocation d'actifs long terme de l'IRCANTEC 3. Bilan 2009 de la gestion financière et perspectives 2010 4. Groupement forestier de Brèves <ul style="list-style-type: none"> - Désignation du représentant à l'Assemblée Générale - Demande du groupement sur droit de passage

18 mai 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rapport de contrôle interne 2010 (risques techniques et financiers) 2. Rapport d'activité 2009 sur la gestion du patrimoine immobilier de l'Ircantec 3. Rapport d'activité 2009 du groupement forestier de Brèves 4. Point sur la situation financière de l'Ircantec au 31 mars 2010 – Information sur la gestion de la réserve de l'IRCANTEC 5. Annuaire statistique 2009 <p><i>Relevé de décisions de la CPTF du 4 mars 2010</i> <i>Relevé de décisions de la CPTF du 16 mars 2010</i></p>
26 mai 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Synthèse des travaux menés par le groupe de travail sur l'ISR 2. Propositions CDC pour la construction du portefeuille de l'Ircantec 3. Gestion financière : Point au 14 mai 2010
1 ^{er} septembre 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Comptes de la sécurité sociale 2010 – Prévisions Ircantec pour 2010 et 2011 2. Point sur la gestion financière 3. Atterrissage financier 2010 4. Éléments d'analyse de la performance des portefeuilles 5. Évaluation de la performance des forêts sur longues périodes 6. Point d'avancement sur l'ISR 7. Rapport annuel de la fonction publique : Contribution Ircantec
10 novembre 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Atterrissage 2010 du compte de résultat technique (cotisations/prestations) 2. Conditions de réalisation de l'équilibre long terme 3. Prévisions 2011 des sociétés de gestion 4. Caractéristiques de l'appel d'offres en vue du choix d'une agence sociétale pour le suivi et l'évaluation du degré ISR des portefeuilles 5. Point sur la situation de la gestion financière
24 novembre 2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Résultat de l'étude conduite sur l'opportunité de conserver ou non des immeubles, leur mode de détention, ainsi que l'intégration progressive du développement durable dans chacun d'eux 2. Examen des modalités d'investissements immobiliers et de leur montée en charge (5%) 3. Proposition tarifaire d'Icade
9 février 2011	<ol style="list-style-type: none"> 1. Étude de sensibilité sur les projections à long terme du régime 2. Proposition de création pour l'immobilier d'un OPCI : Résultat de l'enquête sur la détention d'OPCI dans les régimes de retraite complémentaire 3. Description du processus global d'appel d'offres pour les sociétés de gestion et planning 4. Bilan de la gestion financière : Exposé des méthodologies de calcul de performance utilisées et des méthodologies pratiquées par les investisseurs
18 mai 2011	<ol style="list-style-type: none"> 1. Allocation d'actifs dans le cadre de la réforme de 2010 2. Rapport d'activité 2010 sur la gestion du patrimoine immobilier de l'Ircantec 3. Information sur la consultation relative à la vente de l'immeuble de Marseille 4. Point sur la gestion financière : situation à fin mars 2011
25 mai 2011	<ol style="list-style-type: none"> 1. Annuaire statistique 2010 2. Allocation d'actifs dans le cadre de la réforme de 2010 3. Rapport d'activité 2010 du groupement forestier de Brèves 4. Information sur la phase 1 de l'appel d'offres relatif aux sociétés de gestion 5. Point d'avancement de la sélection de l'agence sociétale de notation extra financière 6. Point sur le lancement de l'appel d'offres visant à sélectionner un gérant d'OPCI 7. Rapport financier 2010 et synthèse ISR 2010 8. Point sur la gestion financière à fin avril 2011

1 ^{er} septembre 2011	<ol style="list-style-type: none">1. Point sur le dossier Pôle emploi2. Comptes de la sécurité sociale 2011 – Prévisions Ircantec pour 2011 et 20123. Point sur la gestion financière4. Atterrissage financier 20115. Calcul de performance 20096. Proposition de choix pour l'agence de notation sociétale7. Recours à un prestataire extérieur pour les modèles de projection8. Point sur le déroulement de la vente de l'immeuble de Marseille9. Point sur l'appel d'offres pour le choix des Sociétés de Gestion10. Point sur l'appel d'offre en vue de la sélection de la société de gestion en charge de l'OPCI
23 novembre 2011	<ol style="list-style-type: none">1. Avis sur le dossier Tourisme Social Investissement – TSI2. Information sur la gestion financière3. Avis sur la création d'une cellule de crise financière4. Avis sur la proposition de choix du prestataire pour la vente immeuble de Marseille5. Avis sur l'offre d'achat du bois des seigneurs6. Avis sur la proposition de choix de la société de gestion de l'OPCI7. Avis sur les résultats de l'étude ISR des OPCVM monétaires8. Information concernant l'impact de la baisse du taux d'appel à 115% sur le montant des cotisations9. Information sur l'atterrissage 2011 du compte de résultat technique10. Avis sur le rapport technique 2010 : conditions de réalisation de l'équilibre long terme11. Avis sur la proposition d'étude en vue de faire évoluer le cadre macro économique de projection de l'Ircantec

Annexe 6 : Extrait du procès verbal du conseil d'administration du 23 juin 2010

M. D. MOINARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

Avant de passer au sujet qui nous intéresse, je souhaite rappeler quelques recommandations exprimées au cours du forum de Bordeaux, organisé par la Caisse des Dépôts et Consignations.

Elles émanent en particulier de Michel AGLIETTA, Professeur à l'université de Paris Ouest Nanterre. Elles sont, à mon sens, pleines de sagesse et concernent complètement le sujet de l'allocation d'actifs.

Il recommande en premier lieu de ne jamais déléguer la décision sur l'allocation d'actifs. Il estime, en second lieu, qu'elle doit être revisitée tous les ans et revue en profondeur tous les trois ans. Il conseille également d'opter pour des scénarios macro glissants sur un horizon de cinq années avec un portefeuille diversifié, comportant, pour un investisseur long terme, une poche action supérieure à un investisseur court terme. Il convient, en outre, de prohiber les placements que nous ne comprenons pas – les hedge funds par exemple – et de développer l'ISR.

Je pense que l'allocation proposée, ainsi que la méthode utilisée par la Caisse des Dépôts, répond à ces recommandations.

Dans le cadre des travaux sur l'allocation stratégique des actifs de l'IRCANTEC, différentes propositions ont été soumises par la Caisse des Dépôts et Consignations. Elles consistent à investir le montant de la réserve de l'IRCANTEC, qui s'élève aujourd'hui à 5,5 milliards d'euros, sur trois grandes classes d'actifs : les actions, les obligations et l'immobilier. Cette allocation est adossée à un scénario de passif dont l'élaboration se révèle particulièrement délicate cette année. Nous avons déjà rappelé les incertitudes qui s'accumulent devant nous. Par exemple, le COR n'a pas encore présenté de scénario macroéconomique définitif. Pour le moment, il en a listé trois : le scénario optimiste, le scénario médian et le scénario pessimiste. Par ailleurs, nous ne connaissons pas encore les perspectives du Gouvernement dans le cadre de la réforme de 2010 sur les retraites. Subsiste, enfin, la grande inconnue de La Poste et de sa compensation par l'AGIRCARRCO.

Compte tenu de ces incertitudes, la Commission de pilotage technique et financier, réunie le 4 mars dernier, a proposé que deux scénarios de passif différents soient envisagés pour le calcul des allocations présentées au Conseil d'administration.

Un premier scénario, sans impact de la sortie de La Poste, est associé à la version médiane du COR pour sa campagne de projection 2010.

Le deuxième scénario est celui du groupe fermé S 5 compensé sans abattement, établi par le département actuariat de la Caisse des Dépôts. Ce scénario « idéal » est associé au scénario macroéconomique médian du COR.

Deux panels d'allocations correspondant aux deux scénarios de passif envisagés ont ainsi été présentés par la Caisse des Dépôts lors de la CPTF du 16 mars. Ces différentes allocations ont été construites de manière à assurer un rendement satisfaisant, compte tenu des contraintes réglementaires de solvabilité et de pérennité fixées dans le cadre de la réforme 2008 du régime.

Dans ce contexte, les contraintes réglementaires fixées pour le régime sont satisfaites avec un seuil de confiance de 95 %. Précisons, de plus, que l'horizon de 2020 a été choisi suite à des études complémentaires réalisées par la Caisse. Il faut globalement retenir que la poche actions diminuera au profit de la poche obligations, dont une partie sera indexée sur l'inflation, et en faveur de l'immobilier. Après examen des différentes propositions de la Caisse des Dépôts, la Commission de pilotage du 16 mars a retenu, tout d'abord, une allocation dite « transitoire ». Elle sera mise en place dans un premier temps. Elle correspond au scénario de passif sans impact de la sortie de La Poste avec une référence au scénario 2010 du COR dans sa variante B. Elle est composée de 25 % d'actions (au lieu de 28,5 % dans le portefeuille actuel), de 60 % d'obligations nominales, de 10 % d'obligations indexées – une nouveauté – et de 5 % d'immobilier (au lieu de 1 % actuellement). Il est proposé que cette allocation d'actifs soit effective cours du second trimestre 2010, excepté l'immobilier, intégré à l'automne 2010.

Compte tenu que l'allocation actuelle de l'IRCANTEC comporte pour l'instant 28.5 % d'actions, le réajustement opéré en juin consistera dans l'achat d'OPCVM taux et dans la modification des prospectus des OPCVM pour intégrer les obligations indexées.

Un second scénario vous est soumis pour information. Il sera à nouveau présenté au Conseil d'administration quand toutes les incertitudes auxquelles j'ai fait allusion seront levées. Si ces conditions étaient réunies, le portefeuille actions passerait de 25 % à 20 % et la poche obligations à 75 % (60 % pour les obligations nominales et 15 % pour les obligations indexées). L'immobilier, quant à lui, serait toujours fixé à 5 %.

L'allocation trajectoire ainsi définie est susceptible de représenter la nouvelle allocation qui sera mise en place à l'automne, en l'absence de changements majeurs dans l'anticipation des cycles de négociation entre l'AGIRC-ARRCO et l'IRCANTEC.

La Commission vous propose donc, dans l'immédiat, d'adopter l'allocation d'actifs transitoire, sans impact de La Poste et correspondant au scénario B du COR.

M. C. PRUDHOMME (CGT)

Je souhaite tout d'abord saluer la qualité du travail qui a été mené en Commission. Les services ont apporté une contribution très intéressante. Ils nous ont permis de comprendre un sujet complexe et de prendre une décision éclairée.

La proposition du Président de la Commission a fait l'unanimité. Nous avons donc trouvé un consensus sur ce qui demeure une position d'attente au vu des nombreuses incertitudes qui subsistent. Ce dossier est logiquement conditionné à une clause de revoyure à la fin de l'année. Il marque une évolution positive dans la préservation de nos réserves même si la CGT préférerait ne pas aborder la question du placement de sommes aussi importantes.

La CGT votera cette allocation.

M. C. DUROUSSEAU (UNSA)

J'ai pris note des nouvelles orientations proposées. Cependant, j'ai quelques questions au sujet du passage entre la situation actuelle et la situation cible. La part de nos actions passera ainsi de 28,5 % à 25 % et des obligations indexées sur l'inflation seront introduites.

En ce qui concerne l'immobilier, dont le poids sera tout de même multiplié par cinq, reprendrons-nous l'étude qui avait été menée ? Dans quel délai et sous quelle forme modifierons-nous cette part ?

Mme E. JOUSSEAUME (Directrice des Investissements et de la Comptabilité à la Direction des Retraites)

Nous devons effectivement mener un travail de fond en Commission sur l'immobilier. Aujourd'hui, nous n'en détenons que 1,2 %. De surcroît, il s'agit d'une détention de l'immobilier « en direct », sous forme d'immeubles.

Deux axes de travail se dégagent. Devons-nous, tout d'abord, conserver cet immobilier en état ou l'habiller sous une autre forme ? Comment, dans un second temps, passer de 1,2 % à 5 % tout en intégrant de l'ISR ? Comment ce dernier peut-il s'appliquer à l'immobilier ?

Comme vous pouvez le constater, le travail à venir est important. Nous ne modifierons pas la part de l'immobilier dans un délai très court. Il nous faudra vraisemblablement attendre la fin de l'année après quelques réunions de la Commission, voire la constitution d'un groupe de travail assorti de formations ad hoc. Ce serait déjà satisfaisant si nous pouvions réussir dans ce délai.

Je n'imagine pas que cette évolution se fasse du jour au lendemain au vu de l'ampleur de la tâche qui nous attend. Du reste, les modes de détention sont variés, ainsi que les types d'investissement immobilier (immobilier d'entreprise, habitat, détention en direct ou sous forme papier etc.). Nous devons également trancher si nous privilégions un immobilier français ou si nous dépassons nos frontières. Les questions à traiter sont donc très nombreuses avant de franchir le pas.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Je me souviens bien des travaux qui ont été menés sur le sujet, y compris pendant la précédente gouvernance. Nous ne souhaitons pas un investissement en direct. Il faut tenir compte de ce principe puisqu'il a déjà été acté.

Je vous suggère également d'utiliser l'expression « d'investissement durable » en matière d'immobilier plutôt que d'Investissement Socialement Responsable. Ils n'obéissent pas aux mêmes règles.

Nous avons constaté que l'immobilier était en quelque sorte le parent pauvre dans le portefeuille des autres caisses de retraite et d'autres investisseurs. Il commence cependant à émerger et à offrir de réelles opportunités. Le pourcentage retenu (5 %) me semble intéressant en termes d'équilibre global d'un portefeuille même si ce changement nécessite un important travail en amont en Commission.

Mme A.M. PERRET (CGT-FO)

Je remercie M. MOINARD pour sa présentation et je félicite la Commission pour son travail. Force Ouvrière ne s'opposera pas à cette allocation d'actifs. La formation qui nous a été dispensée s'avérait absolument indispensable dans le cadre de notre nouvelle gouvernance. Désormais, les administrateurs sont amenés à prendre des décisions qui ne leur étaient pas du tout familières jusqu'à présent.

Si ce scénario n'est pas inédit, il illustre tout de même une évolution notable. Je m'interroge en particulier sur notre futur investissement immobilier car l'allocation proposée dans ce domaine marque elle aussi un changement majeur qui tranche avec les périodes antérieures.

Nous apportons notre entier soutien à la Commission de pilotage technique et financier. Elle doit poursuivre un travail qui est, d'ores et déjà, bien amorcé.

M. J.P. COSTES (CFDT)

Je félicite moi aussi les membres de la Commission. Ce débat arrive à point nommé pour la CFDT parce que nous avons fait l'effort de nous inscrire massivement à la formation sur l'allocation stratégique d'actifs. Nous l'avons d'ailleurs beaucoup appréciée même si nous aurions souhaité qu'elle soit encore plus pédagogique.

Nous avons également apprécié le forum de Bordeaux, en particulier le débat qui nous intéressait directement et l'intervention de Michel AGLIETTA.

Nous souscrivons aux propositions avancées pour l'allocation provisoire d'actifs. Nous insistons justement sur ce caractère temporaire puisque nous ne connaissons pas encore la réalité du passif en raison des échéances à venir. Nous savons par exemple que la réforme des retraites aura des conséquences sur les régimes, IRCANTEC compris, et que le dossier postal aura des impacts.

La montée en charge sur l'immobilier rencontre notre approbation. Nous souhaitons également, aux côtés de Force Ouvrière et de M. le Président, que les études qui ont été menées soient exploitées et que nous nous dirigions vers de l'immobilier ISR. Un corpus se structure peu à peu autour des écoquartiers intégrant la mixité sociale. Je vous rappelle par exemple que la Caisse des Dépôts et Consignations est partenaire du Grenelle de l'environnement. A ce titre, elle contribue à la labellisation et au financement des écoquartiers. Lors du Conseil d'administration du mois de décembre, j'avais notamment évoqué la participation de la CDC dans la construction d'un écoquartier basé à Angers, dans la ville où nos services sont implantés.

M. V. SOETEMONT (Vice-Président du Conseil d'administration)

Pourquoi proposez-vous un tel retrait sur les actions ? Comment expliquez-vous une baisse aussi sensible ? Au cours du forum de Bordeaux, auquel j'ai également assisté, j'ai entendu le Directeur de la Caisse des Dépôts mentionner le retrait des investisseurs institutionnels sur ce marché. Il soulignait alors que c'était le meilleur moyen pour que des acteurs étrangers s'emparent d'actions françaises.

Mme E. JOUSSEAUME (Directrice des Investissements et de la Comptabilité à la Direction des Retraites)

L'IRCANTEC mériterait effectivement de compléter son portefeuille d'actions. Cependant, nous sommes liés à des critères de solvabilité et de pérennité. Si nous augmentons la part des actions, nous dépassons les ratios qui ont été fixés pour 2020. S'ils n'existaient pas ou s'ils faisaient preuve d'une plus grande souplesse, nous pourrions détenir 30 ou 35 % d'actions.

Cela explique les pourcentages proposés. Ils s'inscrivent déjà dans le cadre d'une hypothèse optimiste puisque les scénarios s'entendent hors sortie de La Poste.

M. J. ADAMSKI (CGT)

Des travaux nous ont été présentés dans le cadre du précédent Conseil d'administration. Nous avons notamment évoqué la question de l'immobilier par titres. J'avais alors pointé le risque de détenir des titres de « grandes surfaces » immobilières, très présentes sur le marché. Il serait regrettable d'investir dans des produits qui n'ont rien de commun avec les valeurs du Conseil d'administration. Même si les placements immobiliers nous permettraient de faire fructifier nos réserves, nous ne devons pas perdre de vue l'Investissement Socialement Responsable. Il est préférable d'investir dans des logements HLM ou dans des maisons de retraite.

Nous avons défendu ce changement d'allocation dans l'immobilier dans cette seule perspective.

M. D. GASCARD (FSU)

Sans être un « fanatique des actions », j'ai écouté avec attention Michel AGLIETTA. Il a notamment signalé qu'un investisseur institutionnel averti investissait à contretemps. Or, aujourd'hui, cette stratégie consisterait à augmenter notre portefeuille d'actions et à ne pas faire l'inverse. Nous vendons alors qu'il faut acheter, comme nous avons acheté il y a quelques années alors qu'il fallait vendre.

L'immobilier a suscité un long débat lors de la précédente mandature. Malgré tout, aucune décision n'a été prise.

M. D. MOINARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

J'aimerais apporter deux compléments d'information. J'ai cru comprendre que si notre seuil descendait en dessous de 95 %, nous pourrions accroître fortement notre poche actions. Cette question est étroitement liée aux priorités que nous souhaitons fixer pour notre régime. Les discussions de notre Conseil d'administration me laissent penser que le rendement et la prise de risque ne sont pas des impératifs absolus. Nous cherchons avant tout à sécuriser nos placements même si, dans le même temps, nous souhaitons qu'ils rapportent.

Nous avons déjà anticipé et pris les décisions qui s'imposaient avant la crise financière. Au cours du premier semestre 2007, notre gestionnaire s'est séparé de tous les placements à risque et s'est tourné vers des actifs monétaires. Nous devons nous en tenir à cette stratégie et éviter de prendre des risques inconsidérés. Nous avons fixé un seuil de confiance de 95 % pour cette raison. Si cela nous amène à baisser la part de nos actions, nous l'acceptons, quand bien même cela contraste avec les propos de certains professeurs. Chacun sait, du reste, que les sciences économiques ne sont pas une science exacte.

Nous aborderons la thématique immobilière au sein du groupe de travail consacré à l'ISR. Celui-ci est désigné sous l'acception « d'investissement responsable durable ».

M. P. JARRAUD (Commissaire du Gouvernement)

Je me posais des questions identiques sur la baisse de la poche actions. Je comprends qu'il faille trouver un juste milieu entre des objectifs de rendement et la volonté de sécuriser ces placements. D'un côté, la poche actions pourrait être plus importante puisque l'IRCANTEC est un investisseur de long terme. D'un autre côté, les critères de solvabilité s'imposent au régime et le conduisent à réduire la part de ces actions.

Nous ne nous opposons pas à la proposition de la Commission. Nous vous encourageons cependant, comme M. DUROUSSEAU le mentionnait, à soigner cette période de transition. Le processus de baisse de la poche actions devra se poursuivre progressivement. Il ne faut pas que le portefeuille subisse des à-coups brutaux.

Quoi qu'il en soit, cette période reste transitoire. Nous espérons tous que nous détiendrons suffisamment d'éléments de réponse à la fin de l'année. Le portefeuille pourra être construit en bénéficiant de davantage de certitudes.

Mme A. AESCHIMANN (Solidaires)

Le caractère transitoire de cette allocation d'actifs nous encourage effectivement à faire preuve d'une certaine prudence. Je préfère ce terme à celui de « sécurité », car je ne sais pas ce qu'il recouvre en matière de placements. De la même façon, la baisse de la poche actions nous convient.

De plus, je tiens à souligner la grande qualité de la formation qui nous a été dispensée. En ce qui me concerne, elle a fait de ce dossier un document sinon limpide, du moins assez clair.

M. P. DUMÉE (CFTC)

Je salue également l'utilité de cette formation. Je n'aurais pas compris ce dossier si je ne l'avais pas suivie. Je me suis également interrogé sur la poche actions Il m'est finalement apparu que nous devons, en tant que gestionnaire, disposer de liquidités immédiatement mobilisables. Nous savons à quelle situation nous pourrions être exposés en privilégiant la poche actions.

La CFTC suit donc globalement les recommandations de M. MOINARD et de la Commission.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

J'invite Mme JOUSSEAUME à s'exprimer sur la transition entre les deux allocations d'actifs.

Mme E. JOUSSEAUME (Directrice des Investissements et de la Comptabilité à la Direction des Retraites)

Nous n'aurons pas besoin de vendre des actions pour passer de notre niveau actuel à l'objectif à atteindre. Nous procéderons à l'achat d'obligations. La transition ne pose donc pas de problèmes particuliers, ni de difficultés opérationnelles. Nous avons accumulé des liquidités depuis le mois de décembre. Je ne les ai pas intégrées au portefeuille pour les conserver dans cette prévision.

M. C. DUROUSSEAU (UNSA)

J'entends bien que nous pouvons investir dans le logement social. Cependant, notre régime n'a vocation, en aucune façon, à se substituer aux organismes HLM. Contrairement à l'IRCANTEC, ils disposent des compétences et des moyens nécessaires pour jouer ce rôle. Permettez-moi d'insister lourdement : nous ne devons pas détenir dans notre portefeuille des habitations de ce type en gestion directe.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

L'osmose qui a régné au sein de la Commission a sans nul doute facilité son travail. Il était nécessaire de professionnaliser des administrateurs qui se sont véritablement prêtés au jeu. Il ne suffit pas, en effet, d'avoir de bons professeurs pour progresser. Il faut aussi de bons élèves.

A l'issue de ce travail d'appropriation, les propositions de la Commission ne sont pas frileuses. Elles sont prudentielles.

Je vous propose de mettre aux voix la délibération suivante :

« Après avoir entendu le Président de la Commission de pilotage technique et financier et le Service gestionnaire, le Conseil d'administration décide de mettre en place l'allocation d'actifs dite « transitoire » (25 % d'actions, 60 % d'obligations nominales, 15 % d'obligations indexées et 5 % d'immobilier). Cette allocation transitoire sera effective au deuxième trimestre 2010, excepté pour la poche immobilier, qui sera intégrée à l'automne 2010. »

La deuxième partie de cette délibération vous sera soumise quand nous disposerons d'une meilleure visibilité sur la réforme des retraites et sur La Poste. D'autres éléments sont également susceptibles de venir nous éclairer.

La délibération est approuvée à l'unanimité.

Annexe 7 : Extrait du procès verbal du conseil d'administration du 14 décembre 2010

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Les documents qui vous ont été communiqués comportent des points supplémentaires par rapport aux éléments d'information qui vous sont traditionnellement fournis.

Notre trésorerie continue d'être gérée de façon très prudente. Je signale que nous avons renouvelé l'appel d'offres portant sur le choix de nos supports d'investissement. Je vous ferai parvenir ces résultats. Vous en disposerez la semaine prochaine et ils seront par la suite mis en ligne. Nous avons tiré les leçons de la crise en prévoyant une poche d'OPCVM complètement liquide investie sur des emprunts d'État.

Nous avons constaté une plus grande volatilité sur le marché monétaire à compter de la fin août et du mois de septembre. Nous observons une très légère remontée de ce dernier même si elle reste encore très modeste et à des taux très bas – il faut dire que la situation au cours des deux années précédentes nous a habitués à des courbes désespérément plates.

Nos liquidités disponibles s'élèvent tout de même à 257 millions alors que nous avons « asséché » tous les produits susceptibles de figurer dans les réserves au moment de réajuster notre allocation d'actifs en fonction de la décision du Conseil d'administration. Nous recommençons à accumuler des liquidités depuis le mois d'avril. Elles seront abondées par les opérations immobilières que nous avons prévu de réaliser.

Nous avons majoritairement investi sur le fonds de la BNP. Nous sommes également présents sur le fonds « Union plus », un fonds de moindre ampleur dont les difficultés d'entrée et de sortie sont proportionnellement plus élevés. Nous ne mentionnons pas d'éventuelles pensions livrées à ce jour car les rémunérations ne sont pas supérieures. Nous ne les retenons que si le marché est très perturbé ou si leur performance est sensiblement à la hausse au regard de celle des OPCVM.

Notre gestion long terme du 1er juillet au 31 août a intégré l'allocation d'actifs que vous avez validée en avril dernier (hors immobilier). Cette poche, qui ne concerne que les réserves, inclut 62,66 % de taux fixes, 10,4 % de taux indexés et 27 % d'actions. Les indices de référence relatifs aux taux fixes ont évolué. Jusqu'au mois de septembre, ils autorisaient les investissements sur des États, quelle que soit leur note. L'indice iBoxx a ensuite introduit un nouveau mécanisme axé sur un niveau de signature minimum pour chaque titre. A titre d'exemple, la Grèce a été dégradée et a atteint un niveau sur les marchés inférieur à celui que vous acceptez. Nous avons modifié cet indice de façon à garantir la conformité entre les objectifs de la société de gestion et le périmètre d'action que nous lui avons accordé.

Pendant cette période, le contexte économique est resté défavorable. Certains indicateurs ont même laissé craindre un nouveau ralentissement sur les marchés – c'est le fameux « double deep » évoqué dans les médias. Les chiffres du chômage et d'autres données confirmaient cette tendance. Les marchés ont manifesté leur déception car ils n'avaient pas anticipé ce retournement à la baisse. Ils ont été tiraillés entre deux contradictions : la réalité macroéconomique d'un côté et les résultats des entreprises de l'autre qui se sont révélés bien meilleurs que ceux qui avaient été annoncés. Les analystes n'avaient visiblement pas prévu une amélioration des résultats aussi marquée.

Les marchés ont donc été dominés tantôt par la macroéconomie, tantôt par les performances des entreprises, auxquelles se sont ajoutées les difficultés des États. Ils ont été marqués en outre par une très forte volatilité. Ainsi, nous sommes brusquement et régulièrement passés d'un marché atone et calme à des courbes à la baisse ou à l'inverse, à la hausse. Cette nervosité a démontré combien l'économie était déboussolée et manquait de repères.

Les performances des différents secteurs économiques ont connu des écarts importants. La courbe des taux sur l'année 2010 rend compte de leur baisse extrêmement marquante et de leur inflexion sur tous les segments. Ce phénomène est très significatif même si des fluctuations ont été enregistrées tout au long de l'année.

Ainsi, cette baisse a tout d'abord affecté les taux à court terme alors que ceux à long terme demeuraient élevés. Ces derniers ont finalement diminué en cours d'année alors que les taux à court terme étaient à un niveau si bas qu'il était impensable de les réduire encore.

J'ai joint à votre dossier une courbe tout aussi impressionnante. Elle retrace les « spreads » sur les États, c'est-à-dire l'écart entre les rémunérations qui leur sont demandées par les marchés aux taux allemands. Elle illustre bien l'ampleur du surplus de rémunération sollicité par les acteurs financiers. Le pic de la courbe rouge marque le début d'une dégradation très appuyée à compter du mois de mai. J'ai demandé à nos sociétés de gestion de ne pas se sous-exposer à ce moment précis pour échapper aux nombreux effets de marché défavorables. Certains, en effet, s'empressent de se débarrasser de leurs titres, quel qu'en soit le prix, au pire de la crise. C'est la raison pour laquelle j'ai recommandé à nos gestionnaires d'attendre un peu et de vendre sous deux mois. Cette préconisation a finalement porté ses fruits puisqu'ils ont vendu pendant une période de « creux ». Nous avons vendu plus de la moitié de nos titres. Le contexte était d'ailleurs favorable puisque les banques centrales rachetaient les titres en question.

Quelques courbes étatiques frémissent à mesure que la fin d'année approche. L'Irlande s'est ainsi vue contrainte de garantir la solvabilité de ses banques au prix d'un endettement intérieur élevé. Les marchés espagnols et portugais sont eux aussi chahutés. Les différents emprunts d'État ne s'achètent plus au même taux alors que c'était le cas auparavant.

Une comparaison du marché actions en Europe, aux États-Unis et au Japon montre que les deux premières zones économiques se sont suivies de près pendant la période de rétablissement de l'économie en 2009 et au début de l'année 2010. Sous-tendu par une économie qui redémarre de façon plus dynamique que l'économie européenne, le marché américain s'est mieux tenu au début de l'année. Le marché européen tend toutefois à converger vers une nouvelle baisse. Le marché japonais, pour sa part, reste englué dans les difficultés – c'est d'ailleurs le cas depuis 30 ans.

Je vous ai déjà signalé que notre nouvelle allocation d'actifs avait été prise en compte à partir du mois de juillet. Elle respecte les décisions adoptées, à un trait de crayon près si j'ose dire. Nous avons engagé des discussions avec nos sociétés de gestion car ces dernières devaient procéder à des désinvestissements et à des réinvestissements sur leur portefeuille pour intégrer les principes retenus. Avec le recul, cette discussion a émergé au moment opportun puisque nous étions en cours de réflexion sur l'application des règles ISR adoptées par le Conseil d'administration. Nous avons ainsi rédigé les avenants de gestion et les prospectus. Tous ces documents sont conformes aux recommandations de l'AMF et ont été signés

Nous poursuivons le travail entrepris sur l'immobilier. Une première réunion a été organisée sur le sujet. Une proposition vous sera soumise au mois de décembre. Nous avons également effectué toutes les démarches préalables au lancement d'un appel d'offres sur le choix de nos sociétés de gestion. Nous devons terminer la rédaction des documents qui seront mis en ligne sur notre site. Précisons que la première phase de cette consultation a trait à la sélection de la société et non au choix du portefeuille lui-même. Ce travail sera terminé d'ici deux à trois semaines. Même si nous

devons encore accomplir le suivi administratif qui débutera après la mise en ligne des documents, nous sommes en bonne voie de finaliser ce dossier.

Notre changement d'allocation d'actifs nous a amenés à modifier quelque peu la répartition dans les portefeuilles.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Pouvez-vous nous donner quelques précisions sur la société de gestion Amundi ?

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Cette société résulte de la fusion de l'expertise en asset management du Crédit Agricole et de la Société Générale. Dans les faits, ces équipes travaillent déjà ensemble même si cette fusion n'a pas encore été conclue d'un point de vue juridique. A terme, ces entités disparaîtront et formeront Amundi, ce qui portera à trois le nombre de sociétés de gestion auxquelles nous ferons appel (Amundi, Dexia et Natixis).

J'ai complété votre dossier par un document sur la notation des titres que vous détenez en portefeuille. Cette notion est entendue cette fois en termes de rating financier et non de critères ISR. La synthèse jointe met en évidence la part importante de triple A (60 %) et la proportion très limitée de triple B (moins de 1 %).

Notre portefeuille est donc de bonne qualité. Il présente par ailleurs un taux de « surperformance » d'environ 0,70 % (et à 1,2 % sur deux ans sur notre portefeuille de réserves).

Les performances financières n'étant par définition pas linéaires, elle s'est concentrée en avril, en mai et en juin. Ses effets ont été conservés à la suite de cette période.

Un point sur nos résultats comptables a le mérite de mettre en exergue l'importance de nos réserves et de nos plus-values. Notre portefeuille a dépassé les six milliards de valeurs boursières pendant cette période. Nos plus-values latentes s'établissent quant à elles au montant très satisfaisant de 480 millions d'euros. Cette performance est appréciable au regard de la santé des marchés financiers.

M. J.P. DUMONCEAUX (CFDT)

Je regrette de ne pas avoir pu consulter ce document très intéressant en temps utile.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Il a pourtant été mis en ligne il y a un moment.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Il était consultable au moins une semaine avant notre Conseil d'administration.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Faute d'intervention particulière, je remercie Mme JOUSSEAUME pour la qualité et l'exhaustivité de sa présentation.

J'aimerais que nous veillions, à l'avenir, à disposer des documents de nature technique avant la séance de façon à les appréhender plus facilement.

M. J.-L. MAUBÉ (Caisse des Dépôts)

Je vous propose de joindre les documents examinés par les Commissions ad hoc à la convocation. Ils seront ensuite actualisés avant leur présentation devant le Conseil d'administration. Cela nous évitera d'envoyer les dossiers tardivement au prétexte de disposer de l'information la plus récente.

Le Conseil d'administration prend acte de la gestion financière de l'Ircantec.

Annexe 8 : Extrait du procès verbal du conseil d'administration du 14 décembre 2010

M. D. MOINARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

Le Conseil d'administration a souhaité intégrer les principes de l'Investissement Socialement Responsable dans la gestion de notre portefeuille actions pour la zone euro. La Caisse des Dépôts et Consignations a sollicité nos quatre sociétés de gestion à la suite de cette décision. Elle leur a demandé en mai dernier d'étudier si ces dispositions pouvaient être « facilement » prises en compte par les équipes de gestion. Ces sociétés ont répondu favorablement à cette demande même si cet exercice s'est révélé plus difficile pour le groupe Dexia. Elles se sont donc déclarées en mesure d'intégrer les principes ISR arrêtés par notre instance. Cette mise en place s'est faite sans impact sur la performance financière. Après avoir réalisé cette opération, il ressort que chaque portefeuille détient une note globale ISR supérieure à celle du benchmark ISR correspondant.

Les quatre sociétés de gestion ont exercé les droits de votes liés aux titres détenus par l'IRCANTEC à hauteur de 100 %. Seul le Crédit agricole n'a pas fait jouer l'intégralité de ces droits même si son taux est proche de ce seuil.

En conclusion, il apparaît que la démarche ISR dans les termes votés par notre Conseil d'administration est déjà mise en œuvre. Elle est progressivement intégrée depuis la fin du mois de mai.

Mme A. AESCHIMANN (Solidaires)

J'aimerais obtenir des précisions sur la phrase suivante : l'intégration des principes ISR ne doit « pas se faire au détriment de la gestion financière stricto sensu. » Je ne comprends pas les notions abordées.

Je souhaite également savoir pourquoi il n'est « pas possible à ce stade de donner une note globale ISR globale à la poche actions. »

M. D. MOINARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

La première affirmation suppose que l'intégration des principes ISR ne doit pas nuire au rendement financier des placements issus de nos réserves.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

La seconde phrase sous-entend que les sociétés de gestion ne disposent pas de modalités de calcul identiques de leur note ISR. Nous ne pouvons donc pas les agréger. C'est la raison pour laquelle nous avons choisi d'avoir recours à une agence de notation qui attribuera une note globale à notre poche actions en reprenant les différents portefeuilles. Un appel d'offres a été lancé en ce sens.

Mme A. AESCHIMANN (Solidaires)

Cela signifie-t-il que nous n'intégrerions pas les principes ISR s'ils devaient aller à l'encontre du rendement de notre poche actions ?

M. D. MOINARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

Nous nous poserions certainement cette question si c'était le cas. Or, pour le moment, il a été prouvé que l'ISR ne nuisait pas au rendement financier, bien au contraire.

M. J.P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

La crise a démontré que les portefeuilles ISR se comportaient nettement mieux que ceux n'en intégrant pas les principes. Cette phrase vise simplement à évoquer cette éventualité même si ce type d'investissement semble plus solide à l'épreuve des faits. Du reste, si nous débattions de ce sujet dans quelques années, nous aurons sans doute plus de difficultés à identifier les portefeuilles qui ne revendiquent pas cette philosophie. L'Investissement Socialement Responsable s'inscrit véritablement dans le sens de l'histoire. Cette problématique ne se pose même plus en ces termes.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Cette phrase peut effectivement prêter à confusion. Le basculement des portefeuilles de nos sociétés de gestion vers les principes ISR n'a pas entraîné de perte de performances. Cette opération n'a pas eu d'impact sur le rendement même si Dexia a dû, par exemple, reconstruire complètement son portefeuille.

Sur le fond, il n'y a du reste aucune raison que ce type d'actifs nuise à notre performance sauf si ses critères limitaient considérablement notre champ d'action. Si nous étions trop contraints, nous pourrions par exemple ne pas être en mesure de bâtir un portefeuille équilibré. Rassurons-nous : nous ne sommes absolument pas dans ce cas de figure et nous nous inscrivons dans une démarche très pragmatique.

Mme A. AESCHIMANN (Solidaires)

Cette dimension a trait aux choix politiques de l'Institution. Nous réévaluerions notre vision du rendement ou de la stratégie ISR si jamais cette démarche se faisait au détriment de la performance financière – ce qui ne serait somme toute pas si dramatique. Nous devons anticiper ce débat si jamais cela se produisait même si j'ai compris que, pour le moment, il ne se posait pas en ces termes.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

Détenons-nous des actions en dehors de la zone euro, même de façon marginale ?

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Nous ne détenons pas d'actions en direct mais dans des OPCVM. Ils ne représentent que environ 1 % du portefeuille global.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

Nous souhaitons que la grille d'analyse de l'ISR s'applique aussi pour les actifs hors zone euros.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Le Conseil d'administration a validé un planning d'intégration des principes ISR en fonction de la nature de nos investissements. S'ils concernent dans un premier temps notre poche actions, ils seront étendus à nos autres actifs par la suite. C'est l'objet de travaux que nous avons prévu de lancer en 2011 pour poursuivre cette démarche sur les fonds étatiques, le monétaire et la zone non

euro. Nous nous efforcerons évidemment de respecter ce calendrier. Pour le moment, je n'ai pas demandé aux sociétés de gestion d'élargir cette politique.

Pour être tout à fait honnête, je précise que la part non ISR de notre portefeuille actions – les 1 % – inclut des OPCVM répondant globalement à ces principes. Je ne suis cependant pas en mesure d'évaluer son poids.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

Nous veillerons à ce que ce calendrier soit respecté.

Du reste, nous nous interrogeons sur la nature du vote des quatre sociétés de gestion. Sur la base de quel mandat se sont-elles prononcées ? A l'évidence, un reporting qualitatif nous permettrait de suivre ce processus de plus près.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Cette année, nous avons demandé pour la première fois à ces sociétés de gestion de voter de façon systématique même si cela fait déjà partie des obligations imposées par l'AMF.

Chaque société de gestion vote sur le périmètre sur lequel elle intervient et qu'elle a délimité préalablement. Ainsi, quand nous évoquons les droits de vote à 100 %, ils ne s'appliquent que sur les champs respectifs des différentes sociétés. Ce vote répond en outre à des principes qu'ils définissent eux-mêmes. Nous pourrions vous les communiquer à l'occasion car nous en avons évidemment connaissance. Nous n'avons pas souhaité entrer dans ces détails afin de vous présenter un document synthétique.

Nous serons également en mesure, à l'avenir, d'influer sur les principes de ces droits de vote. Par exemple, nous pourrions exiger une absence d'augmentation de capital – je formule volontairement un exemple absurde de façon à limiter les risques de mauvaise interprétation.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

Je vous remercie pour ces précisions tout en insistant à nouveau sur la nécessité de mettre en place un reporting plus qualitatif.

En consultant le site de l'ONU, j'ai constaté que la Caisse des Dépôts était signataire des principes ISR retenus par les Nations unies. D'une certaine manière, nous sommes donc tenus par cette prise de position. Signalons également que la MAIF et une autre caisse ont signé ce document. Il serait intéressant que l'Ircantec signe ce texte international. Cela constituerait un engagement primordial.

Nous aimerions ouvrir une concertation sur le cahier des charges précédant l'appel d'offres relatif au recours à une agence de notation extra-financière. J'ai d'ailleurs cru comprendre que nous avions pris du retard.

Mme E. JOUSSEAUME (Caisse des Dépôts)

Nous ne sommes pas en retard. Je ne sais pas s'il sera possible d'entrer dans le détail de ce cahier des charges sauf à prendre beaucoup de temps. Nous avons prévu d'en présenter les grands principes au cours de la prochaine Commission. Ce dossier sera soumis par la suite au Conseil d'administration pour que les administrateurs aient connaissance du contenu de l'appel d'offres.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

Nous vous transmettrons le travail que nous avons déjà effectué sur le contenu du cahier des charges.

Le Conseil d'administration prend acte du point d'avancement des travaux sur l'ISR.

Annexe 9 : Extrait du procès verbal du conseil d'administration du 15 décembre 2011

M. J.-P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Je vous propose de rouvrir la séance. Je laisse la parole à M. GAILLARD pour les différents dossiers afférents au pilotage technique et financier.

M. A. GAILLARD (Président de la Commission pilotage technique et financier)

Merci, M. le Président. Le portefeuille de l'IRCANTEC s'élève à peu près à six milliards d'euros dont 550 millions d'euros de plus-values, ce qui représente un taux d'environ 9,50 % sur les plus-values latentes. J'insiste sur ce mot « latentes ».

La Caisse des Dépôts a élaboré trois « stress scénarios », dont l'un s'est réalisé, et déterminé leurs impacts sur le niveau des plus et moins-values sur le portefeuille total de l'Institution et avec l'allocation cible. Je signale à cet égard que la Commission de pilotage technique et financier a proposé à l'unanimité le 1er septembre de ne pas réaliser de plus-value.

Mme JOUSSEAUME, je vous serais reconnaissant de présenter rapidement les éléments étudiés.

Mme E. JOUSSEAUME (Directrice des investissements et de la comptabilité)

Les documents que vous avez en main ont été établis pour la CPTF du 1er septembre. Je précise cette date parce qu'une simulation effectuée aujourd'hui serait sensiblement différente. Comme chaque année, nous avons procédé à trois scénarios :

- un premier scénario de baisse significative des actions (25 %), pratiquement réalisé aujourd'hui, puisque suivant les jours nous avons une baisse qui se situe entre 20 % et 25 % ;
- un deuxième scénario de hausse des taux de 1 % ;
- un troisième scénario qui représente le cumul des deux précédents : hausse de 1 % et baisse des actions de 25 %.

Vous découvrez sur le document trois hypothèses de réalisation ou de non-réalisation des plus-values. La première colonne correspond à une non-réalisation de plus-values, la seconde à une réalisation de 2 % et la troisième à une réalisation de 3 %. Vous constatez que par rapport aux plus-values affichées dans le tableau, qui s'élèvent à 558 millions d'euros, ces dernières atteignant environ 300 millions d'euros à l'heure actuelle, vous pouvez en déduire qu'un tableau mis à jour aujourd'hui afficherait bien davantage de chiffres rouges, les noirs devenant plus rares. Lorsque nous réalisons une plus-value de 2 % ou 3 % avec le scénario n° 3 qui correspond au cumul de la hausse des taux et de la baisse des marchés des actions à leur niveau actuel, nous faisons face à des moins-values tout à fait significatives. Je vous rappelle que les moins-values se provisionnent dans les comptes de l'IRCANTEC, contrairement aux plus-values. Les moins-values viennent donc en déduction du résultat « tout court ». Je n'éprouve aucun sentiment positif significatif d'ici la fin de l'année. C'est une des raisons pour lesquelles nous avons effectivement proposé de ne pas réaliser de plus-values, sachant que déjà dans cette situation, nous pourrions être amenés à enregistrer des moins-values en cas d'aggravation de la situation. Mais ce n'est pas le cas aujourd'hui.

M. Ch. PRUDHOMME (CGT)

Nous sommes à ce jour dans une période assez critique nécessitant que nous puissions discuter du bon placement de nos réserves. Il s'avère que malgré nous, nous accompagnons les difficultés dans lesquelles se retrouvent les pays comme la Grèce, le Portugal, l'Irlande, l'Italie ou l'Espagne. En effet, nous jouons sur les marchés financiers en suivant les tendances, ce qui génère un problème. En ayant éliminé de notre portefeuille les obligations grecques, portugaises et irlandaises, nous avons participé au phénomène d'élévation des taux pour ces pays. Récemment, nous avons fait « glisser » 300 millions d'obligations italiennes vers des obligations allemandes (à hauteur de presque 30 %). En fait, nous accompagnons la crise, pour ne pas dire que nous y participons.

Nous nous sommes jusqu'à ce jour toujours préoccupés du problème de l'investissement socialement responsable. Or aujourd'hui il apparaît que nous avons besoin de réformes structurelles sur l'utilisation de nos réserves et surtout sur la structuration financière de la France et plus largement de l'Europe.

J'ai lu avec intérêt la proposition faite par les élus locaux de la création d'une Agence de financement des investissements locaux à objectif d'un an, puisqu'actuellement, un certain nombre de collectivités locales se trouvent dans une situation d'impasse du fait qu'elles sollicitent les banques et ne parviennent pas à couvrir leurs demandes d'emprunts. Pour ma part, travaillant dans un hôpital, j'ai découvert que nos hôpitaux empruntent avec des intérêts à taux variable – les fameux « emprunts toxiques ». Cette pratique n'est pas sans entraîner des difficultés. Une certaine « opacité » est de mise dans ce domaine mais les chiffres qui nous sont connus aujourd'hui atteignent environ 3 milliards d'euros avec un surcoût pour les hôpitaux de 500 millions d'euros. Cette situation résulte d'emprunts auprès d'organismes qui leur ont vendu des emprunts indexés sur le franc suisse, etc. De ce fait, les hôpitaux payent des intérêts à des collectivités locales qui payent des intérêts à 20 % et plus. Le problème existe donc réellement.

De ce fait, la création de cette Agence de financement des investissements locaux me semble intéressante, puisque l'IRCANTEC est en capacité, avec sa marge financière qui se monte à 350 millions d'euros annuels, ajoutée aux engagements d'un certain nombre d'autres produits, de proposer des sommes non négligeables. Il conviendrait donc de réfléchir à la manière dont nous pourrions, dans le cadre d'un investissement socialement responsable, fournir des fonds à cette Agence de financement des investissements locaux. Ainsi nous éviterions les intermédiaires type Dexia, Crédit agricole, Caisse d'épargne, Natixis, etc. qui nous ont déjà précipités dans la faillite. Je rappelle que Dexia n'est autre que l'ancien Crédit local de France. Les retombées négatives de la libéralisation et du marché ne sont un secret pour personne. Le marché ne s'autorégule pas. Nous avons largement financé sur nos impôts la banque Dexia afin d'en éviter la faillite et aujourd'hui Dexia refuse apparemment de renégocier ses emprunts ; il nous faut lui mettre le couteau sous la gorge et la menacer de la traîner en justice pour qu'elle accepte de renégocier le taux de ses emprunts.

Au vu de la situation, il serait intéressant que la Caisse des Dépôts, qui gère nos réserves, puisse nous fournir une étude, après avoir pris langue avec les promoteurs de cette Agence de financement des investissements locaux, afin que nous étudions dans quelle mesure nous pourrions participer à une mise de fonds dans cette Agence. Nous nous inscrivons alors dans le cadre d'un véritable investissement responsable.

M. A. GAILLARD (Président de la Commission de pilotage technique et financier)

J'entends vos propos et comprends votre proposition. J'aimerais néanmoins faire deux ou trois remarques. Je veux bien admettre un investissement socialement responsable avec les collectivités locales. Je répondrai, en tant qu'ancien directeur financier des hôpitaux, qu'il était possible d'imaginer, avec un tant soit peu de bon sens, le « miroir aux alouettes » que représentaient ces placements. En effet, vous dites qu'aujourd'hui les hôpitaux sont pris à la gorge. Mais ils ont

volontiers accepté des taux excessivement réduits qui, s'ils avaient pu être gérables à court terme, ne l'auraient naturellement pas été à long terme. Ceci étant posé, je crois qu'il convient d'étudier toutes les éventualités.

Nous investissons tout autant en France qu'en Allemagne. Nous effectuons des rachats et des remplacements actuellement en France au niveau de la qualité. Il faut savoir qu'il n'existe plus de placements « sans risque » sur le marché dans la période que nous traversons. Le bruit court que nous nous impliquons dans le financement des PME qui sont productrices de richesse. En effet nous pourrions envisager, au même titre que sur les collectivités territoriales, de mettre notre potentiel d'énergie et de création de richesse au service des PME. Toutes ces possibilités doivent faire l'objet de réflexion. J'ai proposé lors du dernier Conseil que nous étudiions le type de « force de frappe » à mettre en place pour réagir rapidement aux conditions du marché, car nous devons faire face à cette importante problématique. J'ai d'ailleurs proposé aux membres de la Commission – avec laquelle une journée de réflexion est prévue le 23 novembre – d'essayer de mettre au point nos stratégies en fonction de la conjoncture.

S'agissant des actions, ce sont celles des banques, donc de la finance qui perturbent le plus le marché. Ce ne sont pas, heureusement, les fondamentaux, à savoir les actions des grosses entreprises qui essaient de produire de la richesse. Je pense que les autres caisses de retraite ont une réflexion identique à la nôtre. J'en veux pour preuve le document concernant la problématique de l'AGIRC, d'où il ressort que l'AGIRC maintient son portefeuille en l'état. C'est la raison pour laquelle l'IRCANTEC a proposé de ne pas réaliser de ventes ni d'aller sur les plus-values latentes, choisissant de « faire le dos rond » sur une période où la décision à prendre sur ce sujet s'avère impossible.

M. J.-P. COSTES (CFDT)

J'adhère tout à fait aux propos qui viennent d'être tenus concernant l'ampleur de la crise financière en cours, dont on pourrait affirmer qu'elle est la plus importante du siècle. Pour cette raison, j'estime que nous sommes tous appelés à réfléchir face à la situation, sans exclure aucune solution. Je rejoins en cela les propositions du Président de la Commission et de M. PRUDHOMME qui cadrent parfaitement avec la notion d'intérêt général.

M. J. ADAMSKI (CGT)

En ce qui me concerne, je perçois une cohérence certaine entre les visées de la FHF et les nôtres, notamment au niveau du projet de soutien aux collectivités locales. Nous ne pouvons également que soutenir l'investissement dans les PME françaises. Il est important, compte tenu de l'état de nos richesses, de les investir en France. En effet, du fait que le Japon, pays le plus endetté au monde, est endetté « en intra », il est bien coté.

Vous nous dites que nous avons investi en France. J'en conviens, tout en constatant que nous avons également investi en Allemagne. Pour ma part, j'aurais préféré que cet investissement recentré en Allemagne serve à la notation AAA française plutôt qu'à celle de l'Allemagne. En effet, au vu de l'attitude adoptée par l'Allemagne face à la crise grecque, et ce malgré une appartenance commune à l'Europe, nous savons que si la crise venait à frapper la France comme elle frappe la Grèce, l'Allemagne ne nous soutiendrait pas malgré nos placements dans son pays. C'est pourquoi il me paraît plus socialement responsable, vis-à-vis de notre économie, de réinvestir en France.

M. C. DUROUSSEAU (UNSA)

Je souhaitais compléter les interventions précédentes par des considérations tenant à la rémunération des intermédiaires. Je pense en effet que les solutions qui nous sont proposées reviendraient à investir avec moins d'intermédiaires, donc moins de frais financiers. La caractéristique de nos placements à l'heure actuelle est qu'ils sont gérés par un ensemble

d'intermédiaires financiers dont l'intervention est loin d'être gratuite. Mais la rémunération de nos intermédiaires n'entre pas dans l'objectif de ce Conseil d'administration. Selon moi il existe un double mouvement, celui d'un choix des investissements d'une part et d'une diminution des frais liés aux intermédiaires financiers d'autre part.

M. P. DUMEE (CFTC)

Mon discours ne sera en rien discordant par rapport à ce qui a été dit. Je suis entièrement d'accord avec les éléments présentés par ma Commission et rejoins également la position de la CGT. En toute honnêteté et d'un point de vue purement économique, pourquoi, en effet, ne pas prêter cet argent à des taux intéressants pour nous, et qui le resteront, à des personnes qui souhaiteraient emprunter à l'IRCANTEC ? Nous répondrions ainsi à la problématique de l'investissement responsable.

M. J.P. DUMONCEAUX (CFDT)

Je ne peux être en désaccord avec les propos que je viens d'entendre. Néanmoins, en tant que Conseil d'administration, nous représentons les cotisants et c'est à eux que nous devons penser en priorité. En faisant allusion à la Grèce et aux placements à risque, nous ne faisons qu'accentuer les difficultés des peuples. Toutefois je suis d'avis que nous devons exclure les placements trop risqués, même rémunérateurs. Par ailleurs nous ne pouvons pas rompre le mandat avec les sociétés de gestion, ni réaliser une gestion directe sur la direction des PME françaises. Ce n'est techniquement ni possible ni réalisable, ni même souhaitable. Nous ne sommes pas une banque et n'allons pas nous transformer en banque pour décider des investissements ni des entreprises où nous devons investir : chez Heuliez, par exemple, précurseur en matière de voitures électriques, ou chez Areva qui s'apprête à installer des éoliennes au Havre, etc. Ce n'est pas notre travail.

Nous ne devons pas risquer de gérer en direct les fonds qui nous viennent des cotisants, à savoir ceux de la rémunération future des retraités. Cela relève de l'impossible, même si nous disposons d'environ six milliards d'euros entre le court et le long terme.

M. Ch. PRUDHOMME (CGT)

Nous, en tant qu'IRCANTEC, nous ne pouvons pas. En revanche, cela est possible pour la Caisse des Dépôts.

M. J.P. DUMONCEAUX (CFDT)

Ce n'était pas la solution que je proposais.

M. Ch. PRUDHOMME (CGT)

Pour les PME, c'est OSEO qui assure le financement mais nous avons avec cette Agence de financement un outil qui aura besoin de fonds et je pense qu'il est intéressant pour nous, sans gérer en direct, de placer des fonds dans cette structure sur la base d'un contrat dont la rémunération est celle du marché. Cette structure prêtera ensuite aux collectivités et aux établissements publics. Notre intérêt à nous est de recevoir une rémunération fiabilisée. J'avoue que les arguments en faveur de l'investissement socialement responsable m'ont légèrement amusé. Je pense pour ma part qu'aujourd'hui l'investissement direct en France sur l'investissement public est intéressant pour nous. Il consiste à placer les fonds de manière fiabilisée pour nos assurés, lesquels habitent en France et sont aussi dépendants de l'activité économique en France des investissements qui leur apportent des services.

M. J.-P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

M. GASCARD a demandé la parole.

M. D. GASCARD (FSU)

M. DUMONCEAUX a présenté un argument sur lequel je m'interroge. Sommes-nous prêts aujourd'hui, en termes d'IRCANTEC, à confier à la Caisse des dépôts et consignations en direct la gestion d'une partie des fonds ? Aujourd'hui la CDC confie tous les fonds à des sociétés de gestion. Est-il possible, voire souhaitable – pour moi la réponse est « oui » – qu'une partie des fonds soit gérée par la CDC sur un certain nombre d'actions ? Si la réponse est « oui », je pense qu'effectivement nous pourrions avancer.

M. J.-P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Pour moi, c'est précisément la question qui a été soumise pour étude à la Caisse en vue d'obtenir un retour et de décider à l'intérieur, que ce soit sur le versant des collectivités locales ou sur celui des PME, par quel biais, quel moyen, quel véhicule nous pouvons pénétrer le secteur. Mme JOUSSEAUME, souhaitez-vous ajouter des informations ?

Mme E. JOUSSEAUME (Direction des retraites, Directrice des investissements et de la comptabilité)

Il s'agit là d'un sujet que nous avons abordé sous un autre angle, au moment de l'allocation d'actifs, qui prévoit de procéder dans un deuxième temps à ce qu'on appelle le private equity, à savoir d'entrer effectivement dans des petites sociétés, cotées ou non, mais en tout état de cause des petites sociétés. Pour nous, ce sujet concernait davantage l'année 2012, c'est-à-dire après la restructuration du fonds de portefeuille. Il est donc évident que nous sommes ouverts à ce sujet.

De toute évidence, il convient d'envisager le fait que l'investissement se fasse par le biais d'une entité dans laquelle la Caisse est largement investie. En tout état de cause je pense que pour n'importe quel organisme comme le vôtre, même si nous apportons une part significative de private equity, nous serons malgré tout contraints de disperser les risques de façon à ne pas reposer sur une entité unique, fût-elle une entité Caisse des Dépôts.

En ce qui concerne les financements locaux, nous resterons très attentifs aux opérations engagées. Aujourd'hui, c'est effectivement une idée qui est « sur la table ». Il est prévu d'entreprendre des travaux pour concrétiser cette idée et nous resterons très vigilants sur ce plan, d'autant que la Caisse des Dépôts y participera. Vous savez comme moi qu'il s'écoule un certain temps entre le moment où l'idée est « sur la table » et celui où elle se concrétise. Je citerai par exemple le cas des EHPAD qui avait été abordé il y a un an et qui ne sera probablement opérationnel que dans un an. Nous nous engageons donc à rester très attentifs. Au fur et à mesure que les opérations se concrétiseront, nous reviendrons devant la CPTF et lorsque ces éléments seront suffisamment mûrs, ils seront très probablement reportés au Conseil d'administration par le Président de la CPTF.

J'estime par ailleurs que le private equity est également un projet intéressant. Il y serait procédé éventuellement par des structures de la Caisse des Dépôts ou par d'autres structures, en vue de diversifier les risques. Pour moi, cette pratique relève du complément d'allocation d'actifs que nous avons prévu pour l'année 2012.

M. J.-P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

En tout cas, la commande est passée. Mme L'HONEN ?

Mme L'HONEN (ARF)

En ce qui me concerne, la proposition de M. PRUDHOMME me paraît très séduisante. Je voudrais rassurer les administrateurs quant aux intérêts de nos allocataires puisqu'il s'agit de l'argent des cotisants. Je ne crois pas qu'un risque soit possible avec les collectivités territoriales, avant tout du fait que le budget ne peut jamais être déficitaire.

Je voudrais rappeler par ailleurs que dans la mesure où 73 % des investissements publics sont réalisés par des collectivités locales, ces dernières injectent directement l'argent dans la création d'emplois dans les PME, c'est-à-dire au profit des citoyens.

Je voudrais également mentionner l'expérience de la région des Pays de la Loire, où se trouve notre siège, qui a consisté à lancer récemment un emprunt obligataire. Nous avons eu une réponse immédiate directement des citoyens, qui a largement dépassé nos espérances, ce qui prouve que les citoyens font confiance dans la gestion des finances des collectivités locales.

M. J.-P. THIVOLIE (Président du Conseil d'administration)

Merci, Mme L'HONEN. Tout ceci reviendra devant la CPTF mais il nous faut dès maintenant voter la délibération visant à ne pas réaliser de plus-values sur le portefeuille « long-terme » au titre de l'année 2011 comme l'a préconisé la CPTF. Je mets donc cette décision aux voix.

La délibération est adoptée à l'unanimité.

Annexe 10 : Réponse de l'IRCANTEC aux observations de la mission



Le Président

Inspection Générale des Affaires Sociales
Section des rapports
39-43 quai André Citroën
75739 PARIS Cedex 15

Paris le 13 novembre 2012

A l'attention de Monsieur Pierre Boissier, Chef de l'Inspection générale des affaires sociales

Objet : Rapport provisoire IGAS RM 2012 – 064 P

Monsieur,

En réponse à votre courrier du 17 octobre 2012, j'ai le plaisir de vous adresser, ci-joint, les réponses aux recommandations émises par l'Inspection dans le cadre du rapport cité en objet.

Ces réponses ont été élaborées en liaison étroite avec la Caisse des Dépôts, gestionnaire de l'Ircantec.

Conformément à la procédure, ces documents sont également transmis, ce jour, par courrier électronique, à l'adresse suivante : igas-section-rapports@igas.gouv.fr.

Je reste à votre disposition pour toute précision qui vous serait utile et vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de ma parfaite considération.

Alain Gaillard

OBSERVATIONS SUR LES RECOMMANDATIONS

N° recommandation	Observation ou recommandation de l'IGAS	Réponses
1	<i>Définir formellement la politique de placement</i>	Un document reprenant la politique et les stratégies des placements sera présenté à la CPTF dans le 1 ^{er} semestre 2013. Il reprendra les différentes décisions du CA prises suite à l'allocation d'actifs et l'appel d'offres sur les sociétés de gestion.
2	<i>Contrôler la stratégie envisagée et les règles de placement (admissibilité, valorisation et dispersion) en un seul document</i>	
3	<i>Améliorer le reporting fourni aux administrateurs en incluant des indicateurs de risque</i>	La formation dispensée aux administrateurs sur la performance et les risques en 2012 visait à préparer l'intégration des indicateurs de risques suivis à la DIC dans le reporting mensuel effectif après la transition des portefeuilles aux nouvelles sociétés de gestion. Une proposition pourra être faite dans ce sens lors des CPTF du 1 ^{er} trimestre 2013.
4	<i>Formaliser les procédures de contrôle interne</i>	Des procédures de contrôle interne sont formalisées tant pour le suivi des risques opérationnels liés au suivi des portefeuilles que pour les risques financiers. Nous proposons d'intégrer les éléments décrivant les contrôles effectués dans le cadre du suivi des portefeuilles et le contrôle des délégataires (niveau suivi alertes dépositaire, consolidation des portefeuilles et calcul de risques associés....) dans le rapport de Contrôle Interne 2012, produit en 2013.
5	<i>Renforcer les règles de déontologie pour les administrateurs</i>	Une évolution du règlement intérieur sera étudiée en 2013.
6	<i>Les frais supportés par les FCP dédiés devraient être suivis avec une granularité fine et parangonnés</i>	Les actions sont en cours (nouveaux mandats) concernant la

N° recommandation	Observation ou recommandation de l'IGAS	Réponses
		<p>ventilation des frais de gestion (gestion financière, comptabilité et dépositaire).</p> <p>Pour la mise en place d'une politique de contrôle de la best-execution une décision devra être prise par le CA. Ce type de contrôle nécessite le recours à un prestataire externe et induit un coût important tant en interne qu'en externe, non prévu à ce jour dans la COG 2013/2016.</p> <p>Dans ce cadre, la DIC effectuera des propositions à l'Ircantec, qui décidera de l'opportunité.</p>

