

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30
« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

Document n° 6
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

La gestion financière des régimes complémentaires de retraite obligatoire gérés en répartition

Secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites¹

¹ Le secrétariat général du Conseil d'orientation des retraites remercie le bureau 3C de la sous-direction Retraites et institutions de protection sociale complémentaire de la Direction de la Sécurité Sociale pour ses commentaires sur une version antérieure de ce document.

La gestion financière des régimes complémentaires de retraite obligatoire gérés en répartition

Au sein des régimes de retraite par répartition, des décalages entre les ressources et les dépenses peuvent apparaître au fil du temps. Ces écarts peuvent être temporaires ou durables et trouvent leur origine dans la volonté de leurs gestionnaires de piloter à plus ou moins long terme leurs engagements. Ils peuvent également provenir des modalités de recouvrement des régimes et de leurs structures de financement.

Pour faire face à ces décalages, un certain nombre de régimes de retraite obligatoire de base sont équilibrés annuellement par des dispositifs reposant sur des ressources complémentaires apportées par les employeurs (régimes de la fonction publique d'État, de la Banque de France et des industries électriques et gazières – CNIEG) ou par l'État sous la forme d'une subvention d'équilibre (régimes des mines, des marins, des ouvriers de l'État, de la SNCF, de la RATP, etc.). Toutefois, certains de ces régimes peuvent être amenés à s'endetter à court ou moyen terme (voir **document n° 10**), les modalités de recouvrement des ressources et de versement des prestations pouvant entraîner des déséquilibres – généralement temporaires – entre encaissements et décaissements.

D'autres régimes ne sont pas équilibrés par des mécanismes particuliers et n'ont pas recours à l'endettement pour couvrir leurs déséquilibres éventuels. C'est le cas de tous les régimes complémentaires obligatoires. La question des réserves est cruciale pour ces régimes, même s'ils fonctionnent en répartition : ce sont elles qui permettent d'ajuster les décalages entre encaissements et décaissements à court terme ou de reporter dans le temps l'ajustement des paramètres d'équilibrage des régimes.

Quels sont les objectifs poursuivis par les régimes de retraite complémentaires dans la constitution de réserves et que représentent les montants accumulés ? Quelles règles gouvernent le pilotage des réserves ? Comment les actifs admis en représentation de ces réserves sont-ils choisis ? Telles sont les questions successivement abordées dans ce document.

1. Les réserves dans les régimes de retraite : objectifs, montants et date d'épuisement

1.1 Les objectifs de constitution des réserves

On peut distinguer plusieurs motifs de constitution des réserves qui ne sont d'ailleurs pas exclusifs les uns des autres.

En théorie, un régime fonctionnant en répartition « pure » ne nécessite pas d'accumuler des réserves : le réglage des paramètres du régime peut permettre d'ajuster le montant des cotisations aux engagements du régime, année par année. En pratique, l'existence d'un décalage entre les encaissements et les décaissements à très court terme implique que les régimes constituent un *fonds de roulement*. À moyen terme, des chocs économiques conjoncturels justifient la constitution de *réserves de précaution*. À plus long terme, dans la

mesure où la loi² dispose que « la pérennité financière du système de retraite par répartition est assurée par des contributions réparties équitablement entre les générations », la constitution de réserves permet de répartir dans le temps l'ajustement des paramètres du régime afin de ne pas faire supporter le poids excessif, et ponctuel, de cet ajustement sur certaines générations.

Encadré : réserves, fonds et placements

Avant la publication du décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale, les réserves étaient définies comme des éléments de passif du bilan comptable affectés aux risques gérés. L'article R. 623-3 (ancien) du code de la sécurité sociale énumérait la liste des actifs de placement admis en représentation des fonds affectés aux réserves. Ces actifs se décomposaient en valeurs mobilières et titres assimilés, en actifs immobiliers et en prêts et dépôts.

Le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 a supprimé toute référence à la notion de « réserves » des régimes de retraite.

Le terme « gestion des réserves », traditionnellement utilisé par les régimes, est ainsi impropre : ce sont les actifs admis en représentation des réserves qui sont gérés à travers une allocation stratégique (choix des grandes classes d'actifs par échéance et par risque) et tactique (choix opérationnel des actifs en fonction de l'évolution des marchés).

Un certain nombre de caisses, dont l'AGIRC-ARRCO, assimilent les réserves aux actifs admis en représentation, ce qui les amène à distinguer les « réserves de moyen et long terme » dont les actifs représentatifs sont majoritairement des titres de maturité longue et les « réserves de fonds de roulement » dont les actifs représentatifs sont des créances à court terme et des disponibilités monétaires.

Par raccourci de langage, l'expression « réserves en valeur de marché » signifie « actifs représentatifs des réserves estimés en valeur de marché ».

Cette assimilation entre « réserves » et « actifs de placement » rend délicate la comparaison des données entre les caisses, qui ne ventilaient pas (jusqu'à la parution du décret de 2017) de la même manière les éléments d'actif et de passif dans leur bilan comptable annuel publié. La distinction entre « réserves de moyen et long terme » et « réserves de fonds de roulement » reste conventionnelle, et propre à chaque organisme.

Source : inspiré par IGAS, rapport n° RM 2013 021 P, p. 17.

Les **fonds de roulement** répondent à un objectif de liquidité. Ils permettent de tenir compte des préoccupations quotidiennes de gestion des organismes dont la mission principale reste d'assurer le paiement entier et à temps des prestations dues aux assurés. Ces fonds couvrent ainsi les besoins de trésorerie des caisses et leurs permettent de disposer chaque jour des liquidités suffisantes pour faire face à leur engagements. Ces réserves sont le plus souvent égales à quelques mois de prestations.

² Art. L111-2-1 II alinéa 4 du Code de la sécurité sociale.

Les **fonds de financement à moyen et long terme** répondent à des objectifs différents. Si la finalité de ces fonds reste toujours de couvrir les besoins de financement et les engagements de retraites du régime, on distingue deux logiques à l'œuvre dans leur constitution.

Certains fonds sont mis en place dans une logique de *précaution* afin de couvrir des besoins de financement en cas de ralentissement conjoncturel, de modifications non anticipées de comportements de départ à la retraite ou de chocs démographiques non anticipés.

D'autres sont constitués afin de lisser l'impact de chocs démographiques à long terme (« bosse » du *baby-boom* d'après-guerre, par exemple) sur les paramètres d'ajustement des régimes, d'où l'appellation usuelle de *fonds de lissage*. Ils viennent préfinancer une partie des charges de retraites futures et atténuer l'impact des ajustements des paramètres des régimes (comme les cotisations) sur les futures générations d'actifs.

Dans la pratique, il est difficile de distinguer les objectifs de précaution et de lissage ; seuls quelques régimes mettent explicitement en avant la volonté de lissage comme motif de constitution des réserves.

Les réserves peuvent avoir un coût d'opportunité à très court terme : constituer des réserves revient, dans certains cas et compte tenu d'un objectif de soutenabilité financière du régime à terme, à renoncer à redistribuer aux affiliés d'éventuels excédents techniques ou financiers (sous forme de modification des paramètres du régime). La constitution de réserves implique donc de réaliser un arbitrage entre les gains espérés d'un rendement financier tiré des placements et l'ajustement du rendement technique de la répartition. Il s'agit alors d'éviter la constitution de réserves excessives (par des prélèvements injustifiés sur les cotisants ou par une baisse des pensions servies) ou de réserves insuffisantes, au regard de la structure démographique du régime ou de la volatilité des encaissements et décaissements au fil du temps.

1.2 Les montants et dates d'épuisement projetées des réserves

Dès lors, les montants des réserves et la gestion des actifs représentatifs diffèrent entre les régimes, selon les objectifs assignés aux réserves.

En 2016, les réserves accumulées par l'ensemble des régimes complémentaires français de retraite obligatoire représentent un montant de 118 milliards d'euros (5,3 % du PIB). Les principaux montants sont détenus par l'AGIRC-ARRCO (70,8 milliards d'euros dont 10,2 milliards d'euros de réserves de fonds de roulement), les régimes complémentaires de la CNAVPL (au total près de 21,8 milliards d'euros répartis entre les dix sections professionnelles), le régime complémentaire des indépendants (16,4 milliards d'euros) et l'IRCANTEC (7,5 milliards d'euros).

Ces fonds représentent près d'un an de prestations à l'AGIRC-ARRCO, 2 ans et 8 mois à l'IRCANTEC, 9 années au RCI et de 3 à 21 années selon les complémentaires des professions libérales.

Les projections réalisées par le SG-COR en novembre 2017 – sous l'hypothèse de législation inchangée à l'avenir et tenant compte des flux projetés de ressources et de dépenses techniques et financières à l'horizon 2070, permettent d'estimer le montant des réserves à cette date et l'année éventuelle de leur épuisement pour certains régimes et certains scénarios

économiques. Le taux de rendement des placements financiers (lorsque les régimes ont des excédents cumulés) ou le taux débiteur (lorsque les régimes ont des déficits cumulés) est égal au progrès de productivité qui définit chaque scénario économique ; autrement dit, les rendements financiers (ou les charges financières) augmentent au même rythme que le salaire moyen par tête.

Ainsi, pour l'AGIRC-ARRCO, seul le scénario de productivité à 1 % entraînerait un épuisement des réserves, à l'horizon 2048, les autres scénarios préservant un montant positif de réserves sur l'ensemble de la période 2017-2070. Pour l'IRCANTEC, l'épuisement des réserves interviendrait à l'horizon 2043 dans le scénario 1 % (et respectivement 2045, 2046 et 2048 dans les scénarios 1,3 %, 1,5 % et 1,8 %). Pour le régime complémentaire des indépendants, les réserves seraient épuisées à une date plus éloignée dans le temps (au-delà de 2060 dans les scénarios 1 % et 1,3 %) voire resteraient positives sur l'horizon de projection dans les scénarios les plus favorables. Les réserves agrégées des sections de retraite complémentaire de la CNAVPL (hors CAVP) resteraient positives sur l'horizon 2017-2070³.

Tableau 1 – Montants et dates d'épuisement des réserves des régimes complémentaires à fin 2016

	Montant des réserves (en milliards d'euros)	Montant des réserves (en mois de prestations)	Date d'épuisement projetée des réserves (projections SG-COR novembre 2017)			
			Scénario 1 %	Scénario 1,3 %	Scénario 1,5 %	Scénario 1,8 %
AGIRC-ARRCO	70,80	11	2048	Pas d'épuisement à l'horizon 2070		
IRCANTEC	7,50	32	2043	2045	2046	2048
MSA complémentaire	0,20	3	2017 puis de nouveau positives après 2054	2017 puis de nouveau positives après 2051	2017 puis de nouveau positives après 2050	2017 puis de nouveau positives après 2048
RCI	16,42	108	2060	2066	Pas d'épuisement à l'horizon 2070	
CNAVPL complémentaire	21,81 ⁴	87	Pas d'épuisement à l'horizon 2070			
CNBF complémentaire	1,22	70	2050	2052	2054	2059

Note : AGIRC-ARRCO : régime complémentaire obligatoire des salariés du secteur privé, IRCANTEC : régime de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État, MSA : Mutualité sociale agricole, RCI : Régime complémentaire des indépendants, CNAVPL : Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales, CNBF : Caisse nationale des Barreaux français.

Sources : documentations des régimes ; projections SG-COR, novembre 2017.

³ Les projections du SG-COR agrègent l'ensemble des réserves des régimes des professions libérales, alors qu'il s'agit de régimes juridiquement distincts, aux paramètres distincts, aux situations différentes et dont les réserves ne sont pas fongibles.

⁴ Les montants concernent uniquement les régimes fonctionnant en répartition, la partie du régime complémentaire des pharmaciens (CAVP) qui est gérée en capitalisation (5,7 Md€ à fin 2016) n'est pas comptabilisée.

2. La mise en œuvre des objectifs : le pilotage des réserves

Comptablement, les réserves sont accumulées selon la dynamique suivante : les réserves initiales, auxquelles s'ajoutent la valeur actuelle de la différence entre cotisations perçues et prestations versées ainsi que la valeur actuelle des produits financiers nets perçus entre aujourd'hui et un horizon donné, sont égales à la valeur actuelle des réserves à cet horizon.

Si l'objectif est de minimiser le risque d'illiquidité à court terme, alors les réserves devraient représenter quelques mois de prestations. Si l'objectif est de lisser des chocs démographiques ou économiques pouvant menacer la solvabilité du régime à moyen ou long terme, alors les réserves peuvent être constituées en référence à une durée, par exemple la durée de vie espérée à la retraite d'une génération ou le délai moyen entre le versement des cotisations et la perception des pensions pour un cotisant d'âge moyen du régime. Plus la base démographique du régime est large et interprofessionnelle, plus la mutualisation des risques économiques et démographiques est efficace et moins les réserves à constituer sont importantes, toutes choses égales par ailleurs.⁵

2.1. Les contraintes légales et statutaires en matière de pilotage

Les réserves des régimes complémentaires représentent des masses financières importantes. Le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale⁶, ainsi que le décret n° 2017-1704 du 18 décembre 2017 relatif à l'IRCANTEC, ont redéfini les règles de gouvernance de la gestion financière des régimes de retraite complémentaire. En effet, les règles prudentielles et comptables antérieures, hétérogènes selon la nature juridique des régimes, étaient devenues inadaptées à l'évolution des techniques financières et des produits de placement et conduisaient à des expositions au risque excessives dans la stratégie d'allocation d'actifs.⁷

Les régimes concernés par le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 sont : les régimes de base et complémentaires du RSI (Sécurité sociale des indépendants depuis le 1^{er} janvier 2018) ; les régimes de base et complémentaires de la CNAVPL et des sections professionnelles ; la caisse de retraite complémentaire des artistes-auteurs ; les régimes de base et complémentaire de la CNBF ; le régime complémentaire des non-salariés agricoles de la Caisse centrale de la mutualité sociale agricole ; le régime complémentaire de la Caisse de retraite du personnel navigant de l'aéronautique civile ; le régime complémentaire de la CRPCEN.

A contrario, les règles applicables à l'AGIRC-ARRCO restent définies par le conseil d'administration, sous la forme d'un règlement financier.

⁵ Pour une réflexion sur la constitution de réserves en répartition, on peut se référer utilement à l'article de Jean Picot « Réserves en répartition : choix ou nécessité », *La lettre de l'Observatoire des Retraites*, mars 2001, n° 12, pp. 3-5.

⁶ Un projet de décret modifiant certaines dispositions du décret n°2017-887 du 9 mai 2017 est en cours.

⁷ Voir IGAS (2013), « Contrôle des placements financiers des régimes de retraite complémentaire obligatoires », Rapport définitif, juin, RM 2013-021P, 153 pages. En particulier, certaines caisses étaient doublement exposées à un même risque : par la détention directe d'un actif donné, et par la détention indirecte, *via* la souscription de parts d'organismes de placement collectif, eux-mêmes détenteurs de l'actif considéré. D'autre part, en permettant la détention de parts d'OPCVM, certaines caisses détenaient des actifs qu'elles n'étaient pas autorisées à détenir en direct.

Le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 vise à veiller à la qualité de la gouvernance en matière de politique de placements et notamment à assurer la cohérence entre la politique de placement des régimes avec leur politique d'allocation d'actifs. C'est pourquoi il prévoit que les régimes doivent préciser la politique de pilotage de leurs régimes dans le cadre d'un document retraçant notamment la situation financière du régime à la clôture de l'exercice, des prévisions d'évolution de l'environnement économique et de la population couverte (avec plusieurs scénarios dont un scénario central) et la projection, pour chaque scénario et à législation constante, de la situation financière du régime à horizon de 40 ans. Le document comporte également le cas échéant des propositions relatives à l'évolution des paramètres du régime et leur impact sur la situation financière du régime à horizon de 40 ans. La politique de placement doit faire l'objet d'une formalisation par le conseil d'administration. Celle-ci doit veiller à l'adossement des actifs aux besoins de financement du régime, et plus particulièrement au cours des dix premières années de projection, au cours desquelles les régimes en déficit technique doivent être en mesure de garantir le versement des pensions en dégagant des ressources liquides et sûres.. Ce décret prévoit également une gestion par transparence de l'actif de placement, ainsi qu'une évolution des règles relatives à l'allocation de ces placements.

2.2. La mise en œuvre dans les régimes

- **AGIRC-ARRCO et IRCANTEC**

Les **documents n° 7 et 8** décrivent les règles de pilotage propres à l'AGIRC-ARRCO et l'IRCANTEC.

À l'AGIRC-ARRCO, la réserve de fonds de roulement et la réserve de financement obéissent à des règles de pilotage différentes. La réserve de fonds de roulement nécessite environ 2 mois de cotisations en régime de croisière qui représente le délai moyen entre encaissement des ressources et décaissement des prestations, depuis le passage d'un fonctionnement trimestriel à un fonctionnement mensuel en 2014. Par ailleurs, l'accord du 17 novembre 2017 prévoit une appréciation des équilibres à moyen et long terme sur une durée de 15 ans et un *ratio de sécurité* selon lequel le régime doit disposer, à tout moment, d'une réserve de financement équivalent à 6 mois de prestations.

À l'IRCANTEC, la politique de placement doit être réalisée conformément à une *contrainte de solvabilité* (ou *contrainte de précaution*) qui impose au régime de disposer, sur un horizon de 20 ans, d'un montant de réserves équivalent au minimum à une année et demie de prestations. En outre, une *contrainte de pérennité* impose que le versement des pensions doit être assuré, sur une durée de 30 ans, par les cotisations futures et les réserves du régime.

- **Régime complémentaire des indépendants (RCI)**

Le régime complémentaire des indépendants (RCI) bénéficie également depuis sa création en 2013 de règles de solvabilité⁸ comme outil de pilotage ; la politique de placement qui en découle doit en vérifier le respect. La solvabilité du régime est évaluée selon deux critères.

⁸ Article D. 635-9 du code de la sécurité sociale.

Le premier critère vise à garantir la couverture des droits passés. Il prévoit que le délai prévu d'épuisement des réserves soit au moins égal à l'espérance de vie résiduelle de la génération atteignant l'âge de la retraite au moment de l'élaboration des règles d'évolution des paramètres du régime⁹. Par exemple, en 2015, la génération 1954 a atteint l'âge de départ à la retraite à 61 ans et son espérance de vie à cet âge était de 29 ans. Selon ce premier critère de solvabilité, les réserves constituées en 2016 devront rester positives au moins jusqu'en 2045 (29 + 2016).

Le second critère permet de s'assurer que le régime ne crée pas de droits qu'il ne pourra pas honorer. Il prévoit que le rapport entre les cotisations encaissées une année et la valeur actuelle probable des prestations futures qui en découlent soit supérieur à un.

Les règles prudentielles définies par la réglementation couvrent donc à la fois les engagements passés et futurs. Les travaux d'étape menés par le régime trois ans après sa création montrent que les deux critères pruden­tiels sont respectés¹⁰. Concernant le premier critère prudentiel de couverture des droits passés, la date prévisionnelle d'épuisement des réserves s'établirait à 2061, soit bien au-delà de 2045 et également au-delà de 2056, date estimée lors de la création du régime. Des tests de sensibilité montrent que les conditions fixées par le régime seraient respectées sous les hypothèses les plus pessimistes (nombre de cotisants évoluant chaque année de -1 % au lieu de 0 %, modification du plafond de cotisation, inflation égale à 2 % au lieu de 1,6 %, rendements financiers de 1 % ou 2 % par an au lieu de 2,5 % par an) : dans tous les scénarios, l'extinction des réserves serait postérieure à 2045. Quant au second critère de couverture des engagements, il reste sensible au choix du taux d'actualisation : pour un taux d'actualisation de 2,5 %, le *ratio* de couverture des engagements s'élevait à 114 % en 2015, mais devenait inférieur à 1 pour un taux d'actualisation inférieur à 2 %.

- **Sections professionnelles de la CNAVPL**

Les réserves du régime de base sont pilotées par la CNAVPL. Les réserves du régime complémentaire le sont par les sections professionnelles. Dans le respect des contraintes réglementaires, la gestion des réserves dépend, à l'instar des régimes précédemment cités, de projections financières de long terme, une attention particulière étant portée aux évolutions démographiques. En effet, seules deux sections sur les dix bénéficient d'une assise professionnelle large permettant une solidarité inter-professionnelle. Les autres sections sont donc d'autant plus dépendantes des évolutions macro-économiques touchant les professions concernées.

En pratique, certaines sections professionnelles de l'OAAVPL ont également recours à des règles de pilotage ou de solvabilité – réglementaire ou statutaire – pour formaliser leur politique de placement. Ainsi, à la CAVAMAC (agents généraux d'assurance), les règles d'évolution des paramètres du régime sont fixées depuis 2012, tous les 6 ans et pour les 6 années à venir, de telle manière que le délai d'épuisement des réserves ne doit pas être inférieur à 40 ans.¹¹

⁹ Le règlement financier du RCI prévoit que le conseil d'administration délibère tous les six ans, pour les six années à venir, sur les règles d'évolution des valeurs du revenu de référence et de services des points applicables.

¹⁰ RSI, « Bilan d'étape du régime complémentaire des indépendants », *Zoom Sur*, n°92, novembre 2016.

¹¹ Article 5 *quater* du décret n°67-1169 du 22 décembre 1967 relatif au régime d'assurance vieillesse complémentaire des agents généraux d'assurance.

3. Contraintes et modalités de placement des actifs représentatifs des réserves

3.1 Les contraintes réglementaires et statutaires en matière de placements

Outre les règles générales de gouvernance et de pilotage, le décret n° 2017-887 du 9 mai 2017 encadre la politique de placement et de gestion des risques des régimes en rappelant que « la gestion des placements est prudente ».

Les conseils d'administration des caisses sont tenus d'adopter, au moins tous les trois ans, un document relatif à leur politique de placement et de gestion des risques, qui permet de fixer le cadre de la gestion pour ces trois ans et de formaliser cette politique. À défaut, ils sont soumis à un régime de gestion des placements dit « simplifié » (articles R. 623-9 à R. 623-10-2 du code de la sécurité sociale). Le régime dit « simplifié » limite les classes d'actifs éligibles en écartant les actifs les plus risqués (notamment la détention directe d'actions et de contrats financiers, voir tableau 3).

Pour les organismes qui ne recourent pas au régime dit « simplifié », les règles d'éligibilité, de diversification, de dispersion et d'emprise sont définies par les articles R. 623-10-5 à 623-10-39 du code de la sécurité sociale (voir tableau 4).

Le décret a retenu le principe de transparence selon lequel l'exposition à un risque donné s'apprécie en tenant compte non seulement de la détention directe du titre considéré, mais également de la détention intermédiée de parts d'un organisme de placement collectif lui-même détenteur du titre considéré. Par ailleurs, l'évaluation et le suivi de la valeur des actifs s'effectuent désormais en valeur de marché et non plus en valeur comptable.

La liste des actifs éligibles a adapté la liste antérieure du décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002. L'« obligation de l'obligation » antérieure, imposant la détention minimale de 34 % du portefeuille en titres représentatifs de droits de créance négociables, est supprimée – une limite maximale étant toutefois prévue pour les autres catégories d'actifs plus risqués.

Encadré : diversification, dispersion et emprise dans l'allocation d'actifs

La diversification permet la division des risques d'un portefeuille en modulant la pondération entre les grandes classes d'actifs qui le compose. Par exemple, la réglementation contraint les régimes complémentaires à ne pas détenir plus de 20 % de leur portefeuille sous forme d'actifs immobiliers.

La dispersion permet de limiter l'exposition du portefeuille à un risque donné ; elle renvoie à la détention d'un titre, émetteur par émetteur. Par exemple, un actif immobilier donné ne peut représenter plus de 10 % du portefeuille d'un régime.

L'emprise renvoie au pourcentage, estimé du point de vue de l'émetteur, de détention d'un actif par le régime. Par exemple, un régime donné ne peut détenir plus de 5 % des valeurs émises par un émetteur.

À l'AGIRC-ARRCO, le règlement financier définit l'univers d'investissement des institutions (règles d'éligibilité et de dispersion des actifs). Selon son principe, tout investissement (ou toute opération) non explicitement autorisé est interdit. Il définit un cadre prudentiel, en précisant les limites d'exposition aux risques correspondant aux différentes catégories d'actifs

autorisés. Les fonds de roulement ne peuvent être investis que sur des placements à court terme libellés en euros. La notation des actifs doit être supérieure à A1+ (échelle Standard & Poors) et un même émetteur ne peut représenter plus de 10 % des liquidités placées par la fédération. Les réserves de moyen long terme doivent être placées sur des titres faisant l'objet d'une notation au moins égale à A- et doivent être composées d'au moins 60 % d'obligations ou produits assimilables et au plus de 40 % d'actions. Les placements en actions hors zone euro ne peuvent représenter plus de 10 % des montants investis. Les titres émis par un même émetteur, à l'exception des titres émis par un État souverain d'un pays de la zone euro ou jouissant de sa garantie, sont limités à 5 % de l'assiette des quotas. Enfin, il ne peut être détenu plus de 5 % du capital d'une même société.

À noter qu'au-delà de ses gains potentiels évidents, toute réglementation encadrant la gestion financière peut également avoir un coût puisqu'elle limite la prise de risque, et donc le rendement associé à cette prise de risque. En l'occurrence, cette limitation se justifie car les actifs gérés sont la contrepartie d'engagements vis-à-vis des cotisants et des retraités.

3.2 Le choix des placements et la gestion actif-passif

L'allocation d'actifs se décompose généralement en trois étapes. Dans une première étape, l'allocation stratégique détermine les choix des grandes classes d'actifs pour une période pluriannuelle (immobiliers, actions, obligations, actifs libellés en devises étrangères etc.). Ce choix est guidé par l'horizon de gestion, lui-même dépendant de l'objectif de constitution des réserves et les perspectives propres au régime de retraite concerné, et par l'arbitrage entre rendement et risque sous contrainte réglementaire. Les principaux risques portés à l'actif sont le risque de perte en capital (pour les actions et l'immobilier), le risque de signature et d'inflation (pour les obligations) et le risque de change sur les actifs libellés en devise étrangère. Le risque de taux d'intérêt, qui pèse théoriquement sur la détention d'obligations, est limité si l'horizon de placement est suffisamment long pour permettre la détention jusqu'à l'échéance de remboursement du principal. Néanmoins, l'environnement financier actuel caractérisé par des taux d'intérêt bas pèse sur le renouvellement des placements des organismes (ré-investissement des coupons et des remboursements d'obligations par exemple). L'allocation stratégique est déterminée *in fine* par l'aversion au risque des investisseurs et le rendement anticipé des différents placements.

La deuxième étape est l'allocation tactique qui consiste à moduler, de manière infra-annuelle et en fonction de l'évolution des marchés, les parts déterminées par l'allocation stratégique. Cette modulation est marginale et ne doit pas conduire à une remise en cause de l'arbitrage rendement-risque¹².

Enfin, la troisième étape est la sélection opérationnelle de chaque actif spécifique qui compose le portefeuille.

¹² Voir IGAS (2013), « Contrôle des placements financiers des régimes de retraite complémentaire obligatoires », Rapport définitif, juin, RM 2013-021P, 153 pages. « *L'allocation stratégique, généralement arrêtée pour plusieurs années peut être adaptée à la marge, dans le cadre d'orientations tactiques* ».

En pratique, les choix d'actifs de l'AGIRC-ARRCO et de l'IRCANTEC sont détaillés dans les **documents n° 7 et 8**.

La politique de placement de la CNBF vise explicitement à sécuriser le versement des prestations actuelles et futures. Cette sécurisation « s'effectue par la mise en place et le suivi d'une politique d'adossement qui permet de couvrir un nombre d'années « suffisant » (défini à 18 ans, soit une génération) de réserves techniques déficitaires. Cette politique se matérialise par le cantonnement d'actifs investis en obligations françaises de maturité et de nominal correspondant aux années de déficit technique. » (CNBF, rapport d'activité 2016, p. 105).

Tableau 2 – Structure des placements des régimes au 31 décembre 2016, en %

	Immobilier	Actions	Obligations	Monétaires	Autres
AGIRC-ARRCO ¹		34	65	1	
IRCANTEC	4	38	57		1
RCI	10	35	45	10	
CNAVPL complémentaire, exemples de sections professionnelles :					
CARMF	16	46	36		1
CAVAMAC	1	48	43	8	
CNBF complémentaire	14	41	42		3

¹strate de financement, au 31 décembre 2017.

Source : documentation des régimes.

Tableau 3 – Composition de l’actif de placement d’un organisme soumis au régime dit « standard »

Nature du placement		Émetteur	Nationalité de l'émetteur / marché	Ratio de diversification			Ratio de dispersion			Ratio d'emprise			Limite Contrats financiers			Limite Zone géographique			Limite Devise			Réglementation antérieure		
				En fonction de la valeur de marché de l'actif de placement												En fonction de la valeur comptable de l'actif								
Titres représentatifs de droits de créance	Titres de créances négociables	Personne morale de droit privé	Siège social dans l'UE, l'EEE, en Suisse ou dans un État membre de l'OCDE	max 5%	max 5%	max 5%	Somme des expositions : 10%	Ensemble des actifs OCDE hors EEE : 15%	Ensemble des actifs libellés ou réalisés dans une devise autre que l'euro : 15%	Ratio de diversification : 34%	Ratio d'emprise : 5%	Ratio de dispersion : 10%												
	Obligations																							
	Titres participatifs																							
	Titres émis par l'État	État ou banque centrale	État membre de l'UE, l'EEE, Suisse ou l'OCDE																					
	Dépôts	Personne morale de droit privé	Siège social dans l'UE, l'EEE ou en Suisse																					
	Parts ou actions d'OPC monétaires		Droit français ou étranger Autorisé à la commercialisation en France																					
Titres représentatifs de droits de propriété	Actions cotées sur un marché	Personne morale de droit privé	Siège social dans l'UE, l'EEE, en Suisse ou dans un État membre de l'OCDE	max 25%	max 50%	max 5%	max 5%			Ratio d'emprise : 5%	Ratio de dispersion : 10%													
	Autres titres donnant accès au capital (BSA, parts d'OPC dédié ou investi à 90 % minimum en actions) ¹																							
	Parts ou actions d'OPCVM investis à 90% minimum de titres de créance et de capital		Droit français ou étranger Autorisé à la commercialisation en France																					
	Parts ou actions d'OPC dédiés (Titres de créance et de capital ou OPCVM)																							
	Parts ou actions de fonds mutualisés ¹ (OPCVM et FIA)																							
Actifs immobiliers	Droits réels immobiliers		Immeubles et terrains situés dans un État membre de l'UE ou de l'EEE	max 20 %	max 10%	max 5%				Ratio de diversification : 20%	Ratio d'emprise : 5%	Ratio de dispersion : 10%												
	Parts ou actions de SCI ou SCPI	Personne morale de droit privé	Siège social dans l'UE, l'EEE ou en Suisse																					
	Parts ou actions d'OPCI																							

Note : BSA : bons de souscription d'actions ; OPC : organisme de placement collectif ; SCI : société civile immobilière ; SCPI : société civile de placement immobilier ; OPCVI : organisme de placement collectif immobilier.

¹ : les OPC et les fonds mutualisés ne peuvent détenir plus de 15 % d'actifs non éligibles.

Source : décret n° 2017-887 du 9 mai 2017.

Tableau 4 – Composition de l’actif de placement d’un organisme soumis au régime dit « simplifié »

Nature du placement	Émetteur / garant	Lieu d’établissement de l’émetteur / marché	Limite par catégorie d’actif (diversification)
Titres de créances négociables	Personne morale de droit privé ou public (établissement de crédit, entreprise d’investissement, CADES, Caisse des dépôts et consignations, États, etc.; art L213-3 code monétaire et financier)	Siège social dans un État membre de l’UE, de l’EEE, ou en Suisse	Pas de limite
Obligations négociables sur un marché réglementé, émises ou garanties	État	État membre de l’UE, de l’EEE, ou Suisse	Pas de limite
	CADES, ACOSS	Organisme public international dont fait partie un État membre de l’UE ou de l’EEE	
Dépôts	Établissement de crédit	État membre de l’UE, de l’EEE, ou Suisse	Pas de limite
Actifs immobiliers réels, parts ou actions	Société à objet strictement immobilier ou OPC immobilier	État membre de l’UE, de l’EEE, ou en Suisse	15 %
Parts de fonds mutualisés	OPCVM, fonds d’investissement alternatifs investis à au moins 50 % dans des titres éligibles (obligations ou actions) émis ou négociables	Marché réglementé d’un pays de l’OCDE	15%
Parts ou actions d’OPC	OPC monétaires		Pas de limite
	OPC « dédiés » fermés à 20 investisseurs au plus		
Ensemble des actifs libellés ou réalisables dans une devise autre que l’euro			10%

Source : décret n° 2017-887 du 9 mai 2017