



ANNEXE 2 AUX STATUTS

De la Caisse de Congés Payés du Bâtiment de la Région du Centre

REGLES PRUDENTIELLES

AVANT PROPOS

I – L'arrêté du 8 mars 1937, dans son article 4 modifié, dispose

«Les caisses Congés Intempéries BTP agréées sont tenues :

...

2° de respecter les règles de dépôt et de placement ci-après :

2°1 – les caisses Congés Intempéries BTP peuvent librement déposer leurs fonds disponibles, sans limitation, auprès des établissements mentionnés à l'article L 511-1 du code monétaire et financier.

2°2 – les caisses sont autorisées à placer tout ou partie des fonds dont elles disposent dans des actifs financiers mentionnés au A de l'article R 931-10-21 du code de la sécurité sociale, dans des conditions précisées par les règles prudentielles de placement établies et adoptées par le conseil d'administration de l'Union des Caisses de France du réseau Congés Intempéries du BTP. Ces règles sont approuvées par le ministre chargé du travail, dans des conditions prévues par l'article D 732-2 du code du travail pour l'approbation des modifications des statuts et règlements intérieurs des caisses du réseau Congés Intempéries BTP. Les règles prudentielles de placement sont annexées au modèle national des statuts des caisses Congés Intempéries du BTP et s'imposent à celles-ci.

Tous autres emplois ou placements, même à titre transitoire, sont interdits. »

II – Les règles prudentielles de placement

Dans un souci de sécurité, et même si les caisses, associations loi 1901, ne sont pas amenées à porter des engagements comparables à ceux d'une entreprise d'assurance ou d'une institution de prévoyance, le texte de l'arrêté se réfère aux placements éligibles aux institutions de prévoyance.

Reconnaissant la spécificité du réseau des caisses Congés Intempéries du BTP, l'arrêté n'impose pas de soumettre les caisses au dispositif réglementaire et prudentiel des institutions de prévoyance. Il renvoie vers les règles prudentielles de placement *établies et adoptées par le conseil d'administration de l'Union des Caisses de France*.

Les règles prudentielles de placement ont été formellement adoptées par le conseil d'administration de l'UCF le 2 décembre 2005. Le conseil d'administration du 8 décembre 2006 a adopté les modifications nécessaires à leur mise en conformité avec l'article précité de l'arrêté du 8 mars 1937 modifié.

Le ministre chargé du travail les a approuvées le ...

L'arrêté du 8 mars 1937 dispose également que *« les caisses Congés Intempéries BTP agréées sont tenues (...) d'aviser le ministre chargé du travail, préalablement à leur mise en vigueur, de toutes les modifications qui seraient apportées à leurs statuts... »*

En conséquence, tout projet d'évolution des règles prudentielles devra être soumis au ministre chargé du travail, et approuvé par le ministre.

III – Les placements autorisés

Le tableau ci-dessous reprend la liste des actifs énumérés au A de l'article R931-10-21 du code de la Sécurité sociale (modifié par le décret n°2006-1578 du 11 décembre 2006) et précise leur statut au regard des règles prudentielles de placement des caisses Congés Intempéries du BTP.

Art. R 931-10-21 A du code de la Sécurité Sociale		Caisses Congés Intempéries du BTP	
1°	Obligations et autres valeurs émises ou garanties par l'Etat, ...	autorisées	
2°	Autres obligations, ...	autorisées	émetteur noté AA- ou mieux
3°	TCN à moins d'un an à taux fixe ou indexé, ...	autorisés	émetteur noté AA- ou mieux
3° bis	BMTN négociés sur un marché reconnu	autorisés	Voir conditions particulières
4°	OPCVM monétaires et obligataires	autorisés	Voir conditions particulières
5°	Actions et autres valeurs mobilières ...	interdites	
6°	Actions d'entreprises d'assurance, ...	interdites	
7°	Actions d'entreprises d'assurance, ...	interdites	
8°	Actions de sociétés commerciales, ...	interdites	
9°	FCPR, FCPI, ...	interdits	
9° bis	OPCVM à procédure allégée, OPCVM contractuels	interdits	
9° ter	OPCVM ARIA	autorisés	Voir conditions particulières
9° quater	OPCVM de fonds alternatifs	autorisés	Voir conditions particulières
10°	Autres OPCVM	autorisés	Voir conditions particulières

Les règles prudentielles de placement détaillent les conditions de mise en oeuvre des placements autorisés : plafond global de volatilité, limitation par catégorie d'actif, règles de dispersion par émetteur, plafond par société de gestion et par ligne, ratios d'emprise.

* * * * *
* * *

REGLES PRUDENTIELLES DE PLACEMENT DU RESEAU CONGES INTEMPERIES BTP

Les règles prudentielles comportent 5 chapitres :

- Les OPCVM éligibles
- Les autres supports et modalités de placement
- Les ratios de dispersion des risques et ratio d'emprise
- L'approbation et le suivi du programme d'activité des placements
- Le contrôle du respect des règles prudentielles

3 annexes :

- Les OPCVM page 9
- Les autres supports et modalités de placement page 13
- L'approbation et suivi du programme d'activité de placement page 18

Et 1 fiche technique :

- La mesure statistique du risque page 21
- Un exemple de construction d'un budget de risque page 24

REGLES PRUDENTIELLES DE PLACEMENT

Du Réseau Congés Intempéries BTP

I – Les OPCVM

A - Sont éligibles

Tous les OPCVM dès lors qu'ils respectent les 4 conditions suivantes :

1. La VL (valeur liquidative) est libellée en Euros,
2. La SGP (société de gestion de portefeuille) est agréée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers),
3. La VL est quotidienne ou au moins hebdomadaire (* page 20),
4. L'OPCVM ne comporte aucune clause de « lock up » (indisponibilité, préavis) sur une durée supérieure à 3 mois.

S'agissant d'OPCVM de droit étranger, ils doivent en outre être « coordonnés » et autorisés à la commercialisation en France.

B - Sont non éligibles

Les OPCVM contractuels et à procédure allégée,
Les FCPR (FCP à risque), FCPI (FCP Innovation), FIP (fonds d'investissement de proximité), OPCI (OPC en Immobilier),
Les autres organismes de placement collectif (tels que les FCPE, FCC, FCIMT, SCPI, SOFICA, etc.)

II – Les autres supports ou modalités de placement (voir conditions en annexe 2)

A – Autres supports de placement éligibles

Les obligations et autres titres de créance à taux fixe, variable, ou indexé sur l'inflation (émetteurs notés AAA ou AA) ;
Sont interdites les obligations convertibles, échangeables, etc.

B - Dispositions particulières relatives aux produits structurés

C – Règles particulières de placement en faveur :

des OPCVM dédiés ;
des mandats de gestion d'OPCVM.
Ils sont soumis aux 4 mêmes conditions d'éligibilité que les OPCVM.

D - Sont non éligibles

Les autres supports ou modalités de placement sont interdits.

III – Les ratios de dispersion des risques

1) Ratios de dispersion des risques par promoteur :

- a) 25 % maximum par société de gestion de portefeuille (SGP)
- b) 35 % maximum par groupe (consolidé)

2) Ratios d'emprise :

- a) 10% maximum de l'encours total d'un OPCVM
- b) 10% maximum du montant d'une émission obligataire ou de titre de créance

3) Ratios de dispersion des risques par ligne :

	Plafond par ligne		
OPCVM			
Monétaire (1)	10%	du portefeuille (1)	Voir Annexe 1
Volatilité < 2,5%	5%	du portefeuille	
2,5% < Volatilité < 5%	2,5%	du portefeuille	
5% < Volatilité < 10%	1%	du portefeuille	
Volatilité > 10%	0,50%	du portefeuille	
OPCVM dédiés			
FCP dédié (oblig. ou monétaire)	---		Voir Annexe 2 III A et B
Fonds de fonds dédié, garanti (2)	---		
Fonds de fonds dédié, non garanti (2)	5%	du portefeuille (3)	
OPCVM détenus dans le cadre d'un mandat			
Monétaire	40%	du mandat	Voir annexe 2 IV
Volatilité < 2,5%	20%	du mandat	
2,5% < Volatilité < 5%	10%	du mandat	
5% < Volatilité < 10%	4%	du mandat	
Volatilité > 10%	2%	du mandat	
Obligations et titres de créances			
Etat Français < 5 ans	5%	du portefeuille	Voir annexe 2 I
Etat Français > 5 ans	1%	du portefeuille	
Autre émetteur (AA- ou mieux)	1%	du portefeuille	

Lorsque les ratios ne sont pas respectés, ou que la notation des obligations détenues en direct passe en dessous du minimum prévu, il convient de procéder à la régularisation dans les meilleurs délais.

- (1) : Pour les besoins de la gestion des flux courants, il est admis qu'un OPCVM monétaire (et un seul) peut dépasser le seuil de 10% (pas de limite haute). Cet OPCVM monétaire, ainsi que la société de gestion qui le gère, sont explicitement autorisés par le Conseil d'administration.
- (2) : Dans la limite de 20% du portefeuille pour le total des fonds de fonds alternatifs dédiés
- (3) : Dans la limite de 20% du portefeuille pour le total des fonds de fonds dédiés non assortis d'une garantie.

IV – L’approbation et le suivi du programme d’activité des placements

1. **Le Conseil d’Administration de la Caisse fixe**, sur proposition du Directeur, en liaison avec le Président,
 - a. les orientations générales en matière de politique de placement
 - b. le budget des produits financiers. Celui-ci comporte
 - i. une allocation cible entre les différentes catégories de placements, mettant en évidence notamment la ventilation entre placements monétaires et non monétaires ;
 - ii. le montant des produits financiers budgétés, correspondant à un objectif de sur-performance attendue des placements (au-delà du taux monétaire) ;
 - iii. un budget de risque, représentatif de l’écart budgétaire normalisé sur le montant des produits financiers budgétés.

Le plafond prudentiel de volatilité moyenne des placements : il est de la responsabilité du Conseil d’administration d’adopter le budget de risque normalisé (¹ page 20). En toutes hypothèses,

- a. pour les caisses Congés Intempéries BTP, celui-ci doit ne pas dépasser la moitié des produits financiers, calculés au taux sans risque, majorée de 15 % du montant total des réserves de la Caisse (prises en compte dans la limite de 50 jours). Cette condition est strictement équivalente à :

$$\text{Plafond prudentiel de la volatilité} = \text{Eonia}/2 + 15\% * [\text{Min (nombre de jours de réserves ; 50 jours)}] / 365$$

Illustration du plafond prudentiel de la volatilité en fonction de l’Eonia et du montant des réserves

Réserves totales (nbre de jours)	15 j.	20 j.	30 j.	40 j.	50 j.	60 j.	90 j.	120 j.
Eonia = 2%	1,6%	1,8%	2,2%	2,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Eonia = 3%	2,1%	2,3%	2,7%	3,1%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Eonia = 4%	2,6%	2,8%	3,2%	3,6%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Eonia = 6%	3,6%	3,8%	4,2%	4,6%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%

- b. pour l’Union des Caisses de France du réseau Congés Intempéries BTP, le plafond prudentiel de volatilité est égal aux produits financiers calculés au taux sans risque :

$$\text{Plafond prudentiel de la volatilité (UCF)} = 100\% \text{ de l'indice Eonia}$$

2. **Le Directeur met en œuvre** le programme d’activité de placement, et rend compte de la gestion au Président et au Conseil d’Administration. Le suivi d’activité comporte les indicateurs mensuels suivants :
 - a. Le taux de rentabilité des placements (taux de rentabilité financière) ;
 - b. La volatilité des placements, avec mention de la volatilité moyenne des placements ;
 - c. La répartition des placements par catégorie d’OPCVM (et autres instruments financiers le cas échéant).

V – Le contrôle

1. **Contrôle interne** : La personne en charge du contrôle interne doit être une personne distincte de celle qui assure la gestion financière. Ce contrôle peut être externalisé, sous-traité.

Programme d'activité	Règles prudentielles
	Réalise un suivi trimestriel du portefeuille, au regard du respect des règles prudentielles
Vérifie trimestriellement que, dans le tableau de bord mensuel, la volatilité moyenne reste dans les limites autorisées	Met en évidence les anomalies éventuelles Informe le président et le directeur de la caisse

2. **Conseil d'Administration**

Programme d'activité	Règles prudentielles
S'assure que le PA qui lui est présenté comporte les orientations générales et le budget des produits financiers, et respecte le plafond prudentiel de volatilité moyenne des placements, avant d'en valider le contenu	
S'assure que le suivi d'activité lui est présenté et qu'il comporte les indicateurs définis : taux de rentabilité financière, volatilité, répartition par catégorie d'OPCVM (et autres instruments financiers)	

3. **Commissaire aux comptes (ou censeur)** : Contrôle dans le cadre de la certification des comptes

Programme d'activité	Règles prudentielles
Vérifie que le PA a été présenté au CA et : <ul style="list-style-type: none"> - qu'il comporte les orientations générales de placement et le budget des produits financiers - qu'il respecte le plafond prudentiel de volatilité moyenne des placements 	Vérifie le respect : <ul style="list-style-type: none"> - des ratios de dispersion des risques par promoteur - des ratios d'emprise - des ratios de dispersion des risques par ligne Vérifie l'accord explicite du conseil d'administration en cas de dépassement du seuil de 10 % pour un OPCVM monétaire
Vérifie que le suivi d'activité a été présenté au CA et comporte les indicateurs définis : <ul style="list-style-type: none"> - taux de rentabilité financière - volatilité - répartition par catégorie d'OPCVM (et autres instruments financiers) 	Vérifie pour chaque ligne de produit le respect des critères d'éligibilité Vérifie l'accord annuel explicite du conseil d'administration pour tous les produits hors OPCVM Vérifie le respect des règles particulières de placement relatives aux : <ul style="list-style-type: none"> - titres en direct - OPCVM dédiés - mandats de gestion d'OPCVM - produits structurés

4. **Union des Caisses de France** : Mêmes contrôles que le commissaire aux comptes, lors des missions d'audit effectuées dans les caisses.

Annexe 1 - Les OPCVM

Les **SICAV** et les **Fonds Communs de Placement (FCP)** sont, de tous les véhicules de placement, ceux qui répondent le mieux aux exigences de souplesse, de transparence, de disponibilité, de sécurité et de contrôle pour le placement des fonds des Caisses.

I - Eligibilité

Le principe général est que, dès lors que

- ils sont libellés en Euros,
- ils publient une VL quotidienne ou au moins hebdomadaire (* page 20),
- ils sont gérés par une société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF),

les OPCVM sont éligibles aux règles de placement des fonds des Caisses.

Les exceptions sont en nombre limité, et justifiées au cas par cas.

Les critères d'éligibilité sont détaillées ci dessous, pour les OPCVM de droit français et pour les OPCVM étrangers.

1 - OPCVM de droit français

Les règles prudentielles se réfèrent à la **classification** définies par l'AMF dans la réglementation des **OPCVM français** (actuellement : le chapitre III de l'instruction AMF 2005-02 du 25 janvier 2005, relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF. Le texte est accessible sous http://www.amf-france.org/documents/general/5958_1.pdf) :

Classification AMF des OPCVM (à vocation générale)	Autorisés	Interdits
Monétaires « euros »	*	
Monétaires à vocation internationale		*
Obligations et autres titres de créances libellés en euros	*	
Obligations et autres titres de créances internationaux	* 5	1
Actions françaises	*	
Actions de pays de la zone euro	*	
Actions des pays de la Communauté Européenne	* 5	1
Actions internationales	* 5	1
Diversifiés	* 5	1,2,3
OPCVM de fonds alternatifs	*	1,2,3
Fonds à formule	4	1,2,3

1 : interdits si la VL n'est pas libellée en Euros

2 : interdits s'ils ne publient pas une VL au moins hebdomadaire (* page 20)

3 : sous condition de négociabilité et de bonne liquidité

4 : à prendre en compte dans le périmètre des « produits structurés » (annexe 2 II)

5 : **avertissement** : ces placements peuvent comporter un risque de change

Condition de négociabilité et de bonne liquidité de l'OPCVM

Tout en publiant une VL hebdomadaire, voire quotidienne, certains OPCVM comportent des clauses particulières qui visent à décourager ou rendre plus difficiles les transactions sur leurs titres et qui dénaturent les propriétés de juste prix de marché et de négociabilité habituellement reconnues aux valeurs liquidatives des OPCVM. Ces clauses particulières peuvent prendre diverses formes :

- préavis de souscription ou de rachat
- droits d'entrée ou droits de sortie majorés, sauf à certaines dates ou périodes
- période d'indisponibilité, ou durée minimale de blocage

De telles clauses se rencontrent plus particulièrement (mais pas uniquement) dans les **fonds à formule** et en **gestion alternative**.

Avertissement : La plus grande vigilance est recommandée aux Caisses à l'égard de telles clauses. Certaines Caisses jugeront préférable de rester à l'écart.

Interdiction : Les règles prudentielles interdisent l'accès aux OPCVM dont le prospectus simplifié comporte une clause de « lock up » (indisponibilité, préavis de souscription ou de rachat) sur une **durée supérieure à 3 mois**.

Autres caractéristiques des OPCVM français : Les règles prudentielles se réfèrent également au Code Monétaire et Financier (Livre II – Titre premier – Chapitre IV, section 1) (*texte accessible sous <http://www.legifrance.gouv.fr>, rubrique « droit français », 'les codes', ...*) et aux autres caractéristiques définies par l'AMF dans la réglementation des **OPCVM français** :

Modalités particulières et autres spécificités	Autorisés	Interdits
OPCVM maîtres / nourriciers	*	1,2
OPCVM à compartiments	*	1,2
OPCVM à plusieurs catégories de parts	*	1,2
OPCVM garantis (ou assortis d'une protection)	*	1, 2, 3
OPCVM d'OPCVM	*	1,2
OPCVM indiciels (ou à référence indicielle)	*	1
OPCVM cotés, « trackers »	*	1
OPCVM ARIA (à règles d'investissement allégées)	*	1, 2, 3
OPCVM ARIA EL (ARIA à effet de levier)	* 4	1, 2, 3
OPCVM de fonds alternatifs	*	1, 2, 3
OPCVM contractuels		*
OPCVM à procédure allégée		*
OPCVM dédiés (au plus 20 porteurs, ou réservés à une catégorie d'investisseurs)	*	1, 2, 3

1 : interdits si la VL n'est pas libellée en Euros

2 : interdits s'ils ne publient pas une VL au moins hebdomadaire (* page 20)

3 : sous condition de négociabilité et de bonne liquidité

4 : **avertissement** : les ARIA à effet de levier sont, de tous les placements autorisés, ceux qui comportent le risque le plus élevé et leur profil de risque peut être très atypique (fortement non gaussien). Une attention particulière doit être portée au moment de la souscription, et il est recommandé qu'une ligne d'OPCVM ARIA EL n'excède pas 0,5% du portefeuille.

Sont non éligibles aux règles prudentielles de placement les OPCVM suivants :

- OPCVM contractuels et OPCVM à procédure allégée,
- FCPR (FCP à risque), FCPI (FCP innovation), FIP (Fonds d'investissement de proximité),
- FCPE (Fonds communs de placement d'entreprise), SICAVAS (SICAV d'actionnariat salarié).

2 - OPCVM de droit étranger

Sont éligibles les OPCVM de droit étranger dès lors qu'ils

- sont autorisés à la commercialisation en France, et « coordonnés » au sens des Directives européennes UCITS 2002 ;

- respectent les mêmes règles minimales que celles que les règles prudentielles imposent aux OPCVM de droit français (voir ci dessus), à savoir :

- être gérés par une société de gestion agréée par l'AMF (NB : cette condition peut être réalisée par délégation venant d'une société de gestion étrangère)
- avoir une VL libellée en Euros
- publier une VL au moins hebdomadaire (* page 20)
- ne pas comporter de clause de « lock up » supérieure à 3 mois

3 - Autres OPC de droit français

Tous les autres organismes de placements collectifs sont interdits, notamment les FCC (fonds communs de créances), FCIMT (fonds communs d'intervention sur les marchés à terme), OPCI (organismes de placement collectif en immobilier), SCPI (sociétés civiles de placement immobilier), SOFICA (sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle), Sofipêche, etc.

II – Ratios de dispersion des risques

La bonne diversification des risques passe par la définition d'un plafond au ratio d'emprise et de ratios de dispersion par OPCVM et par société de gestion de portefeuille. Les ratios de dispersion des risques s'apprécient par rapport à l'encours moyen annuel de la Caisse au cours de l'exercice précédent.

1) Ratios de dispersion des risques par promoteur ⁽¹⁾ :

- a) 25 % maximum par société de gestion de portefeuille (SGP)
- b) 35 % maximum par groupe (consolidé)

2) Ratio d'emprise

Définition : le ratio d'emprise désigne le pourcentage (%) que l'on détient de l'encours total de l'OPCVM.

- a) 10% maximum de l'encours total de l'OPCVM

Toutefois, les OPCVM sont dispensés de respecter le ratio d'emprise s'ils entrent dans l'un des cas prévus à l'annexe 2, sous la rubrique : OPCVM dédiés.

3) Ratios de dispersion des risques par OPCVM :

- a) OPCVM monétaires : lignes < 10 % du portefeuille

Toutefois, pour les besoins de la gestion des paiements courants, il est admis qu'un OPCVM monétaire (et un seul) puisse dépasser le seuil de 10% (pas de limite haute). Cet OPCVM monétaire, ainsi que la société de gestion qui le gère, sont explicitement autorisés par le Conseil d'administration de la Caisse.

- b) OPCVM non monétaires :

- i) Volatilité < 2,5% : lignes < 5 % du portefeuille
- ii) 2,5% < Volatilité < 5% : lignes < 2,5 % du portefeuille
- iii) 5% < Volatilité < 10% : lignes < 1 % du portefeuille
- iv) Volatilité > 10% : lignes < 0,5 % du portefeuille

- c) OPCVM dédiés

Les règles spécifiques aux OPCVM dédiés sont énoncées à l'Annexe 2 III A et B.

¹ Le plafond de 25% s'applique à l'ensemble des OPCVM gérés par la **même société de gestion de portefeuille**.

Le plafond de 35% s'applique à l'ensemble des OPCVM gérés par les **sociétés de gestion de portefeuille d'un même groupe (consolidé)**. Pour une définition plus précise de la notion de groupe, on retiendra le périmètre suivant : « toute entreprise contrôlée par la société de gestion de manière exclusive ou conjointe au sens de l'article L.233-16 du Code de commerce, toute entreprise contrôlant la société de gestion de manière exclusive ou conjointe au sens du même article L.233-16, et toute entreprise directement ou indirectement filiale d'une même société mère ».

Annexe 2 – Les autres supports et modalités de placement

L'annexe est consacrée aux autres supports et modalités de placement. Ils ont en commun que le recours à ces autres supports et modalités de placement doit être approuvé chaque année par **une décision explicite du Conseil d'Administration de la Caisse (voir annexe 3)**.

L'annexe 2 traite successivement :

- I - Les titres en direct
- II - Les dispositions particulières relatives aux produits structurés
- III - Les fonds dédiés : fonds de fonds, fonds de fonds alternatifs, fonds dédié obligataire
- IV - Les mandats de gestion d'OPCVM

Les autres supports ou modalités de placement sont interdits.

I - Les titres en direct (obligations et titres de créances)

Dans certains contextes de marché, l'achat et la détention de titres en direct permet, mieux que par l'entremise d'OPCVM, de cristalliser un taux de rémunération jugé attractif sur une durée longue prédéterminée.

A la condition que le Conseil d'Administration en décide ainsi, les règles prudentielles autorisent la détention de titres en direct dans les conditions suivantes.

A / Eligibilité

- 1) Les obligations et autres titres de créances sont éligibles aux règles de placement si :
 - a) le taux d'intérêt est fixe, ou variable, ou indexé sur l'inflation, et
 - b) l'émetteur est noté AA- au minimum

Sont notamment éligibles toutes les OAT, OATi, OATei.

- 2) Sont non éligibles les obligations (et autres titres de créances) convertibles, échangeables, ou remboursables en actions, etc....
- 3) Les obligations et autres titres de créances à rémunération « structurée » entrent dans le contingent prévu au II de l'annexe 2.

B / Modalités de prise en compte dans le cadre des règles prudentielles

B1 / Ratios de dispersion des risques

a. Ratios par lignes :

- OAT, OATi, OATei, Bons du Trésor :
 - i. à moins de 5 ans d'échéance lignes < 5% du portefeuille
 - ii. à plus de 5 ans d'échéance lignes < 1% du portefeuille
- Titres d'un émetteur autre que l'Etat Français : lignes < 1% du portefeuille

b. Ratio d'emprise :

- pas plus de 10% du montant d'une émission

c. Ratios par émetteurs :

- Etat Français : pas de limite émetteur
- Emetteur différent de l'Etat Français :
 - pas plus de 5% du portefeuille sur un même émetteur noté AAA
 - pas plus de 1% du portefeuille sur un même émetteur noté AA+, AA ou AA-

B2 / Taux de rentabilité et volatilité

Sans préjuger du traitement comptable applicable, il y a lieu en matière de règles prudentielles, de considérer deux cas :

- 1) *Traitement normal* : La Caisse garde la liberté de céder les titres avant leur échéance
 - a. Le suivi budgétaire des produits financiers et le taux de rentabilité des placements comportent une composante « revenu » (coupon) et une composante « plus ou moins value »;
 - b. La volatilité est prise en compte.
Le chiffre de la volatilité (préciser « annualisée, sur 52 semaines ») peut être obtenu sur des serveurs tels que Fininfo, Bloomberg, etc..., ou auprès des contreparties habituelles des Caisses sur ces titres.
- 2) *Traitement dérogatoire* : La Caisse veut s'affranchir des fluctuations des marchés financiers et manifeste explicitement l'intention de garder les titres en portefeuille jusqu'à l'échéance (Stratégie d'investissement couramment appelée « Buy and Hold to Maturity »). Dans ce cas :
 - a. Les titres doivent être clairement identifiables dans une rubrique ad hoc de la présentation budgétaire et des tableaux de bord de suivi mensuel ;
 - b. La volatilité du rendement est ignorée. La rentabilité est réputée sans risque (volatilité égale à zéro).

II – Dispositions particulières relatives aux fonds à formule et aux autres « produits structurés »

Définition et périmètre

Par « produits structurés », il faut entendre l'ensemble des instruments financiers, quelle qu'en soit la nature juridique, dont la valorisation résulte, à l'expiration d'une période déterminée, de l'application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou des instruments financiers (ou bien dont l'objet est de distribuer le cas échéant des revenus déterminés de la même façon).

Les produits structurés prennent notamment la forme de BMTN ou d'EMTN, mais peuvent aussi prendre la forme de contrats d'échange, de swaps, de pensions à rémunération structurée, etc., ainsi que d'OPCVM à formule.

Règles prudentielles

A la condition essentielle que le Conseil d'Administration en décide explicitement, les fonds à formule et les produits structurés sont éligibles au placement des Caisses, dans la limite d'un plafond global pour l'ensemble des produits structurés, égal à 10% du portefeuille.

En outre, pour être éligibles, les produits doivent individuellement respecter l'article R931-10-35-1 du code de la sécurité sociale² (voir note en bas de page) et 5 critères spécifiques :

- Durée : 5 ans maximum
- Capital garanti
- Rating : Emetteur (ou garant) au moins AA
- Langue : prospectus d'émission, contrat et information semestrielle en français
- Droit applicable : droit d'un pays membre de l'Espace économique européen

III - Les Fonds dédiés

Les OPCVM dédiés s'adressent à un investisseur (fonds dédiés pour une seule caisse) ou un petit nombre d'investisseurs (fonds « clubs » pour plusieurs investisseurs). Par dérogation aux règles de division des risques (ratio d'emprise de 10% maximum), les fonds dédiés peuvent être détenus jusqu'à 100% par un seul et même porteur.

Une condition essentielle est que le Conseil d'Administration désigne explicitement des sociétés de gestion habilitées à gérer des OPCVM dédiés pour le compte de la Caisse.

L'idée directrice est d'autoriser les OPCVM dédiés à la condition qu'ils appliquent par transparence les règles d'éligibilité au placement des Caisses. Ils doivent donc remplir les 4 critères d'éligibilité des OPCVM :

1. La VL est libellée en Euros,
2. La société de gestion de portefeuille est agréée par l'AMF,
3. La VL est au moins hebdomadaire (* page 20),
4. Pas de « lock up » sur une durée supérieure à 3 mois.

On évitera toutefois de superposer la réglementation de l'AMF et les règles prudentielles du Réseau Congés Intempéries BTP. Aussi la règle doit-elle être précisée au cas par cas, selon la nature de l'OPCVM dédié.

² Article R931-10-35-1 (tel qu'inséré dans le code de la SS par le décret n°2005-1146 du 8 septembre 2005) : « les bons à moyen terme négociables mentionnés au 3bis de l'article R 931-10-21 doivent répondre aux conditions suivantes :

- a) provenir d'une émission au moins égale à 30 millions d'euros ;
- b) être valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement, ni entre eux, ni avec l'institution de prévoyance ou l'union d'institutions de prévoyance (*lire* : la caisse ou l'union des caisses de France) détentrice des bons ;
- c) faire sur cette base l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence ;
- d) comporter une clause de liquidité émanant de l'émetteur ou d'un garant et qui doit garantir que les actifs pourraient être rachetés à un cours cohérent avec le cours publié, c'est à dire prenant en compte la variation de taux d'intérêt entre les dates de publication du cours et de la transaction. »

Principe de non cumul des règles : Etant eux-mêmes soumis à une réglementation prudentielle rigoureuse élaborée par l'AMF, les OPCVM dédiés sont dispensés, pour la composition de leur portefeuille, de respecter les critères d'éligibilité des instruments financiers détenus en portefeuille, les ratios d'emprise et les ratios de dispersion des risques de la (présente) réglementation prudentielle de placement des Caisses.

Ratios : Les fonds dédiés dérogent au ratio d'emprise de 10%. Ils entrent dans le calcul des ratios de dispersion des risques par SGP et par groupe promoteur (ratios de 25% et 35%).

Volatilité : Dès lors que la VL est hebdomadaire, le calcul de la volatilité d'un OPCVM dédié ne présente aucune particularité. Il entre donc naturellement dans le calcul de la volatilité moyenne des placements et dans le budget de risque.

NB : Les OPCVM dédiés ne sont autorisés que s'ils sont monétaires ou obligataires (III B), ou bien s'ils sont des fonds de fonds (III A). Ceci correspond à des règles précises du point de vue des classifications AMF (instruction précitée AMF 2005-02 du 25 janvier 2005, relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF).

III A - Fonds de fonds dédiés

L'idée est que des OPCVM détenus en direct puissent également être logés dans un OPCVM dédié.

Eligibilité :

- Fonds de fonds dédiés : Les « OPCVM qui investissent en actions ou parts d'autres OPCVM ou de fonds d'investissement », (définis aux articles R214-25 ou R214-26 du Code Monétaire et Financier) sont autorisés à la condition qu'ils publient une VL au moins hebdomadaire (* page 20) en Euros, et
 - sans restriction particulière s'il s'agit de fonds de fonds dédiés assortis d'une garantie en capital ;
 - à raison de 5% maximum par fonds de fonds dédié dans la limite globale de 20% du portefeuille total s'il s'agit de fonds de fonds dédiés non assortis d'une garantie en capital.
- Fonds de fonds alternatifs dédiés : Les « OPCVM de fonds alternatifs », (définis à l'article R214-36 du Code Monétaire et Financier), qu'ils soient ou non assortis d'une garantie en capital, sont autorisés à la condition qu'ils publient une VL au moins hebdomadaire (* page 20) en Euros, à raison de 5% maximum par fonds de fonds alternatif dédié, dans la limite globale de 20% du portefeuille total.

III B - Fonds dédiés monétaires et obligataires

L'idée est que des obligations détenues en direct (cf I de cette annexe) puissent également être logées dans un OPCVM dédié, voire dans un fonds de fonds dédié monétaire ou obligataire.

Eligibilité : sont autorisés les OPCVM qui répondent cumulativement aux 5 conditions suivantes :

- L'OPCVM est de droit français,

- L'OPCVM est « à vocation générale ». (Il relève des sous-sections 1 à 6 de la section 1 du chapitre IV du titre 1^{er} du Livre II du Code Monétaire et Financier) ;
- Sa catégorie AMF est « monétaire Euro » ou bien « Obligations et autres titres de créances libellées en Euros », (à l'exclusion des autres catégories) ;
- La VL est au moins hebdomadaire (* page 20), en Euros ;
- Le prospectus de l'OPCVM précise que l'OPCVM n'investit que sur des émetteurs « investment grade », c'est à dire notés minimum BBB- .

IV - Les mandats de gestion d'OPCVM

L'idée est que la gestion d'un portefeuille d'OPCVM puisse être déléguée dans le cadre d'un mandat de gestion.

Eligibilité : les mandats de gestion d'OPCVM sont autorisés s'ils sont soumis au droit français et conclus avec une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF. Ils doivent être valorisés en Euros sur une base mensuelle (+ valorisation « estimative » hebdomadaire). Une condition essentielle est que le Conseil d'Administration désigne explicitement des sociétés de gestion habilitées à gérer des mandats de gestion d'OPCVM pour le compte de la Caisse. Les mandats doivent en outre respecter l'ensemble des conditions cumulatives suivantes.

Dans sa composition, le portefeuille géré sous mandat applique par transparence les règles prudentielles de placement des Caisses. En particulier, les *critères d'éligibilité* des OPCVM s'appliquent au mandat.

Ratios : Pour la construction du portefeuille sous mandat :

- Les ratios d'emprise s'appliquent au mandat ;
- Les ratios de dispersion des risques s'appliquent au mandat, fonction de la volatilité des OPCVM composant le portefeuille, avec toutefois l'application d'un facteur multiplicatif de 4 (du fait des ratios de dispersion par promoteur, le mandat est plafonné à 25% de l'ensemble des placements de la Caisse). Les limites par ligne deviennent donc :

i) OPCVM monétaire :	lignes < 40 % du mandat
ii) Volatilité < 2,5% :	lignes < 20 % du mandat
iii) 2,5% < Volatilité < 5% :	lignes < 10 % du mandat
iv) 5% < Volatilité < 10% :	lignes < 4 % du mandat
v) Volatilité > 10% :	lignes < 2 % du mandat
- Le montant du mandat entre dans le calcul des ratios de dispersion par promoteur (25% et 35%) au niveau de l'ensemble des placements de la Caisse (² page 20).

Volatilité : La Caisse a le choix entre deux possibilités :

- 1^{er} cas : la société de gestion de portefeuille fournit l'équivalent d'une valeur liquidative hebdomadaire (« pseudo VL »), en mettant en œuvre les mêmes outils et procédures comptables que pour la gestion d'un fonds de fonds dédié. Le calcul de la volatilité du portefeuille d'OPCVM bénéficie alors complètement de l'effet de la diversification ;
- 2^{ème} cas : A défaut, il est procédé au relevé de la volatilité des OPCVM au ligne à ligne, et éventuellement au calcul de la moyenne pondérée comme dans le cas de la détention des OPCVM en direct.

Annexe 3 - Approbation et suivi du programme d'activité de placement

Le présent chapitre décrit comment les règles prudentielles de placement s'intègrent dans l'élaboration, l'adoption et le suivi du programme d'activité.

Chaque Caisse adopte un programme d'activité, annuel ou pluriannuel. Celui-ci fait intervenir un grand nombre de paramètres, parmi lesquels : le niveau des réserves, la politique d'équilibre technique, l'objectif des produits financiers, etc.

Les produits financiers constituent une ressource statutaire des Caisses et contribuent à l'équilibre budgétaire des recettes et des dépenses. Les règles prudentielles donnent aux Caisses une grande liberté en matière de placement avec pour corollaire une plus grande responsabilité. La prise de risque se justifie par la recherche d'une meilleure rentabilité. C'est d'ailleurs la seule justification de la prise de risque.

La philosophie des règles prudentielles n'est pas d'interdire la prise de risque, mais de s'assurer de la bonne maîtrise des risques liés au placement des sommes disponibles. Cela passe par un objectif budgétaire formalisé, et un suivi régulier et transparent.

1. Le Directeur de la Caisse prépare le programme d'activité de placement en liaison avec le Président.

Le Directeur, en liaison avec le Président, propose au Conseil d'administration les orientations générales en matière de politique de placement.

Sur la base d'une analyse de l'évolution des marchés financiers au cours des 12 derniers mois au regard des tendances de long terme, il propose une répartition des placements entre placements monétaires et non monétaires, par catégorie d'OPCVM et autres instruments financiers.

Il présente le montant prévisionnel des produits financiers pour l'exercice à venir, dans le scénario central de rentabilité attendue des placements, et dans le scénario défavorable normalisé (pour un cas pratique, voir la fiche technique « la mesure statistique du risque »).

Pour faciliter l'interprétation du scénario défavorable normalisé, ou budget de risque, il peut être utile de situer le budget des produits financiers dans une perspective pluriannuelle.

2. Le Conseil d'Administration approuve le programme d'activité de placement

Le Conseil d'Administration fixe

- les orientations générales en matière de politique de placement
- le budget des produits financiers. Celui-ci comporte
 - o une allocation cible entre les différentes catégories de placements, mettant en évidence notamment la ventilation entre placements monétaires et non monétaires ;

- le montant des produits financiers budgétés, correspondant à un objectif de sur-performance attendue des placements (au-delà du taux monétaire) ;
- un budget de risque, représentatif de l'écart budgétaire acceptable (à la hausse et à la baisse) sur le montant des produits financiers budgétés, correspondant à la volatilité moyenne des placements.

Par ailleurs, le Conseil d'administration autorise le cas échéant les modalités particulières de la mise en œuvre du programme d'activité des placements.

Il peut autoriser qu'un OPCVM monétaire soit dispensé de respecter le seuil de 10% du portefeuille ; il doit désigner explicitement cet OPCVM ainsi que la société de gestion qui le gère.

Il peut aussi autoriser, dans leur principe,

- a) les titres en direct (annexe 2 I) ; il précise l'option (traitement normal ou dérogatoire) à retenir pour le suivi du taux de rentabilité et de la volatilité des placements ;
- b) les fonds à formule et autres « produits structurés » (annexe 2 II) ;
- c) les fonds de fonds dédiés (annexe 2 III A) ;
- d) les fonds dédiés obligataires ou monétaires (annexe 2 III B) ;
- e) les mandats de gestion d'OPCVM (annexe 2 IV) ;

Ces autorisations sont inscrites au PV du Conseil d'administration et sont à renouveler de façon explicite chaque année.

3. Le Directeur met en œuvre le programme d'activité de placement, et rend compte au Président et au Conseil d'Administration.

Le Directeur met en œuvre le programme d'activité de placement, et rend compte. Le suivi d'activité comporte notamment les indicateurs mensuels suivants :

- la ventilation des placements par catégorie d'OPCVM (et autres instruments financiers le cas échéant) ;
- le taux de rentabilité des placements (taux de rentabilité financière) ;
- la volatilité des placements, avec mention de la volatilité moyenne des placements ;

Ces indicateurs pourront utilement être présentés sous forme de graphique d'évolution.

4. Interprétation des indicateurs mensuels (du point de vue du contrôle du respect du programme d'activité)

Le taux de rentabilité financière des placements : Il est naturel de le rapprocher de l'objectif budgétaire de performance attendue des placements. Mais il est tout aussi naturel qu'il s'en écarte. L'objectif de volatilité moyenne des placements, ou budget de risque, donne précisément la marge de liberté, c'est à dire le droit de s'en écarter, à la hausse ou ... à la baisse.

La volatilité des placements : la volatilité moyenne des placements est l'un des indicateurs prudentiels. Il convient toutefois de l'interpréter avec souplesse, pour deux raisons majeures :

- la volatilité moyenne n'est pas une contrainte à respecter en permanence. Il est légitime que le Directeur de la Caisse dispose d'une marge de manœuvre « tactique », pour prendre un peu plus de risque lorsque les marchés sont porteurs, ou réduire la volatilité s'ils sont mal orientés ;
- la volatilité des marchés n'est pas constante. Les marchés connaissent des périodes de forte volatilité, et des périodes d'accalmie.

Le premier motif d'écart est complètement légitime et justifie que l'on apprécie la volatilité moyenne en tendance. Le second motif s'apprécie en comparant la volatilité des marchés sur courte période à sa tendance de moyen terme, mais il faut également reconnaître que si la volatilité des marchés s'accroît, le risque de performance ou de contre-performance des placements s'accroît également.

Ces considérations justifient qu'on accepte que l'indicateur mensuel de volatilité moyenne des placements s'écarte instantanément jusqu'à + 50% (et jusqu'à + 20% en moyenne sur l'année) de l'objectif fixé par le Conseil d'administration ; au-delà de ces limites, le contrôle prudentiel considérera que la gestion des disponibilités ne respecte pas le programme d'activité.

La ventilation des placements par catégorie d'OPCVM (et autres instruments financiers le cas échéant) : Les pourcentages doivent être appréciés en tenant compte du cycle saisonnier de la trésorerie. Ce sont des données indicatives complémentaires. Elles sortent du champ du contrôle des ratios prudentiels. Toutefois, elles sont très utiles pour aider à comprendre les écarts constatés sur l'indicateur de volatilité moyenne des placements (voir alinéa précédent : pour distinguer entre les écarts volontaires ou subis de volatilité moyenne).

* * * * *

* * * *

* *

*

Explication des renvois

* Sont également acceptés les OPCVM à VL au moins mensuelle à la condition qu'ils donnent une « valeur liquidative estimative » hebdomadaire.

¹ Le budget de risque normalisé exprime l'écart budgétaire jugé acceptable (en Euros ou en % des placements) sur le montant des produits financiers budgétés. C'est donc le risque d'écart (en %) sur la rentabilité attendue des placements, qui est égal à la volatilité moyenne des placements.

² Les ratios par promoteur (SGP et groupe) ne s'appliquent pas aux OPCVM détenus dans le cadre du mandat. Toutefois, la conclusion d'un mandat ne doit pas avoir pour conséquence de contourner les ratios par promoteur (SGP et groupe) s'appliquant à l'ensemble du portefeuille, en cumulant détentions directes et détentions par le canal du mandat.

³ Bien évidemment, ces conséquences ne sont pas souhaitées. Mais il est très imprudent d'engager la prise de risque sans mesurer l'ampleur des risques encourus et la probabilité d'occurrence ; et sans étudier les conséquences pour la Caisse.

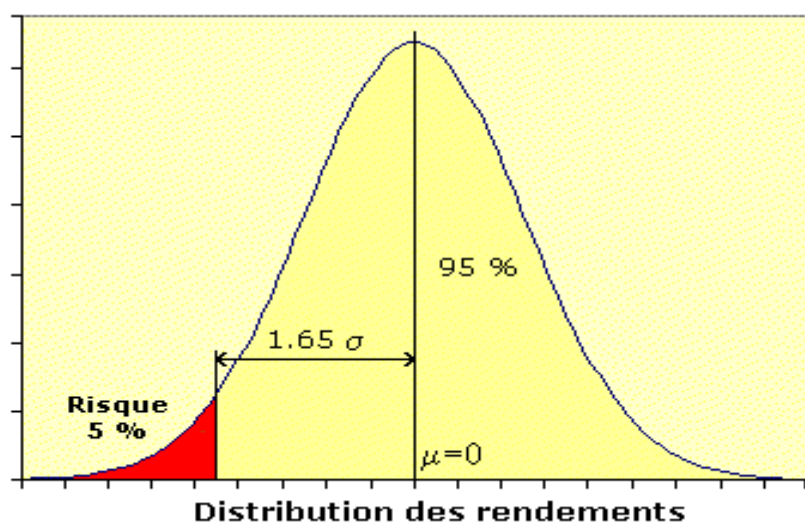
Fiche technique

La mesure statistique du risque

1. Les méthodes statistiques de gestion des risques

La gestion des risques est un art difficile.

Les statisticiens ont développé des modèles mathématiques, à base de matrices de corrélation, de « Value at Risk », de « Conditional Value at Risk », etc. Le graphique ci-dessous illustre la relation mathématique qui existe entre la volatilité (σ) et la Valeur en risque (VaR à 95%) dans l'hypothèse simplificatrice d'une distribution « gaussienne » (loi Normale) des rentabilités attendues.



Sans méconnaître l'intérêt de ces outils, il faut une certaine dextérité pour les utiliser. Leur usage est donc réservé aux Caisses qui maîtrisent ces techniques et en connaissent les limites.

Il est exclu de fonder un cadre prudentiel sur la mise en œuvre de ces concepts et ces outils.

2. Un critère simple : la volatilité

Parmi toutes les mesures statistiques du risque, la volatilité est le critère le plus communément accepté : il s'applique à tous les types de placements, à toutes les catégories d'OPCVM ; il est plus facile à se procurer que tout autre indicateur de risque.

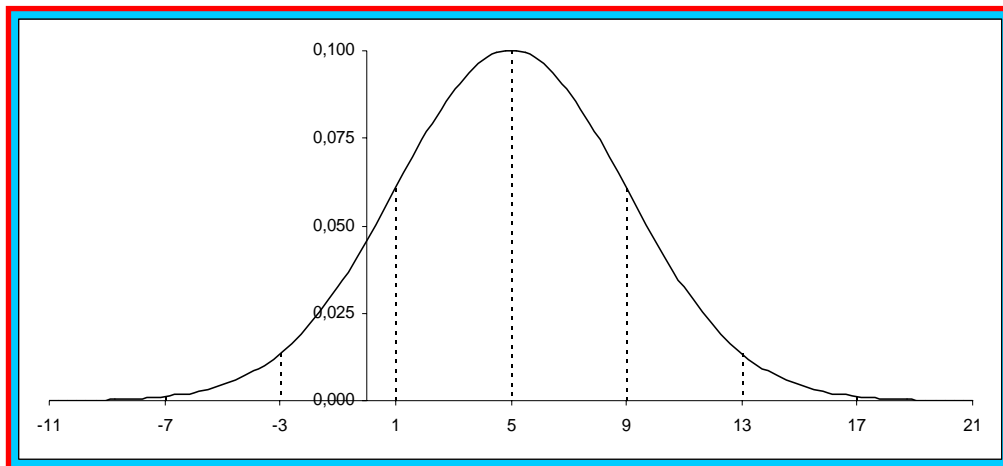
Les règles prudentielles reposent sur, et mettent en œuvre, le critère de la volatilité des placements.

3. Une méthode empirique

Les règles prudentielles reposent sur 2 concepts simples : l'indicateur de volatilité, et le budget défavorable normalisé.

3.1. Interprétation de la volatilité

La volatilité donne une bonne indication du risque de contre-performance.



Dans le graphique ci-dessus, la rentabilité attendue d'un placement est de 5% et sa volatilité est de 4%, distribué selon une loi de probabilité « normale » ; cela veut dire statistiquement que, en moyenne,

- on a 1 chance sur 2 de faire mieux que 5% ; mais 1 fois sur 2, on fera moins que 5%
- 5 fois sur 6, on obtiendra mieux que 1% (Note : $5\% - 4\% = 1\%$)
- mais on fera moins de 1% une année sur 6,
- et que l'on perdra de l'argent environ une année sur 10.

Pour les besoins des règles prudentielles, retenons que statistiquement, il faut s'attendre à ce qu'une année sur 6, la performance réalisée soit inférieure à la rentabilité attendue du placement, diminuée de sa volatilité.

3.2. Mise en œuvre dans le programme d'activité de placement : le budget défavorable normalisé, ou budget de risque

Tout programme d'activité comporte au minimum un scénario central et une ou plusieurs variantes.

Par définition, les règles prudentielles s'intéressent aux situations défavorables, pour les éviter et /ou pour en tirer les conséquences lorsqu'elles se matérialisent.

Les règles prudentielles introduisent la notion de budget défavorable normalisé. Par définition, le budget défavorable normalisé s'obtient à partir des mêmes hypothèses de rentabilités que le scénario central, mais en défalquant un écart-type à toutes les rentabilités attendues des placements. (Voir l'exemple présenté ci-après)

A la condition que le budget central soit construit sur des hypothèses réalistes de rentabilité attendue des placements financiers, le budget défavorable normalisé donne une bonne idée des risques encourus. Le budget défavorable normalisé

- n'est pas le scénario du pire, mais
- chiffre concrètement les conséquences d'un environnement défavorable,

On sait qu'en moyenne,

- une année sur 6 seulement devrait être pire que le budget défavorable normalisé,
- (et que ces situations seront 25% à 30% pire que le budget défavorable normalisé).

Le budget défavorable normalisé n'est pas une garantie « tous risques ». C'est une projection normalisée, une invitation à étudier les conséquences éventuelles de la prise de risque, (³ page 20).

Il ne vise pas à décourager la prise de risque, à paralyser la prise de décision. Bien au contraire, son but est de conduire à formaliser la prise de décision, sous la forme d'une allocation de risque, quantifiée et acceptée, ou « budget de risque ».

Le budget défavorable normalisé, ou budget de risque, est le concept central du chapitre que les règles prudentielles consacrent au programme d'activité de placement.

3.3. Mode de calcul de l'indicateur de volatilité

L'indicateur de volatilité des règles prudentielles est la moyenne pondérée de la volatilité des placements. Il convient de préciser le périmètre et le mode de calcul de l'indicateur :

Les OPCVM monétaires ont une volatilité très faible, voisine de zéro. Ils sont l'archétype du placement sans risque.

De façon générale, la volatilité d'un OPCVM est un écart-type de rentabilités, mesurées sur N périodes, et annualisé. Pour les besoins des règles prudentielles, on retiendra la mesure la plus couramment diffusée, à savoir l'écart-type des rentabilités hebdomadaires, mesuré sur 52 semaines et annualisé.

Les titres non cotés ne peuvent pas être mesurés à l'aune de la volatilité, (en effet, le calcul de la volatilité repose sur l'observation des fluctuations hebdomadaires du prix de marché ; précisément, la volatilité mesure l'amplitude de ces fluctuations, et convertit celles-ci en termes de risque d'écart sur la rentabilité à un an. Or, si les titres ne sont pas cotés, on n'a pas de mesure objective de la volatilité). Ils sont donc exclus des placements autorisés.

Les OPCVM valorisés moins d'une fois par semaine sont, pour les mêmes raisons, exclus des placements autorisés.

Pour les supports de placement autres que les OPCVM, voir le chapitre qui leur est consacré. Leur statut au regard du calcul de la volatilité est précisé au cas par cas.

L'indicateur de volatilité est la moyenne pondérée de la volatilité des placements (hors titres non cotés et assimilés). Tout comme la rentabilité moyenne des placements, il est calculé sur la totalité de l'actif, pour donner une mesure de risque homogène au taux de rentabilité.

Exemple de construction d'un budget de risque

Principales hypothèses d'évolution des marchés

		<u>Tx de référence</u>	<u>Variation</u>	<u>Sensibilité</u>	<u>Rendement</u>
Monétaires	(rendement)	2,00%	0,00%		2,00%
Alternatif	(rendement)				4,00%
Sensibles	(hausse des taux)	2,69%	0,30%	1,71	2,33% *
Long terme + oblig.	(hausse des taux)	3,36%	0,60%	3,90	1,32% *
Taux variables	(rendement)				3,50%
Crédit	(rendement)				3,00%
Actions	(niveau CAC 40)	3909	4300		10,00%

* Rendement déterminé en fonction des capitaux placés et des produits financiers calculés en tenant compte de l'impact de la sensibilité.

Classe d'actifs	Capitaux	Rendement	Budget Produits Financiers	Volatilité	Budget de Risque	Rend - vol.	Budget défavorable normalisé
	milliers	%	milliers	%	milliers	%	milliers
Monétaires	90 000	2,00%	1 800	0,04%	-36	1,96%	1 764
Sensibles	7 000	2,33%	163	1,14%	-80	1,19%	83
Long terme	3 000	1,32%	40	1,06%	-32	0,26%	8
Obligations	6 000	4,50%	270	0,00%	0	4,50%	270
Gestion alternative	30 000	4,00%	1 200	2,43%	-729	1,57%	471
Tx variables	22 000	3,50%	770	2,07%	-455	1,43%	315
Crédit	22 000	3,00%	660	1,13%	-249	1,87%	411
Actions	20 000	10,00%	2 000	12,00%	-2 400	-2,00%	-400
Total hors monétaire	110 000	4,64%	5 103	3,59%	-3 945	1,05%	1 158
Total général	200 000	3,45%	6 903	1,99%	-3 981	1,46%	2 922

Remarque pour les statisticiens experts :

La méthode qui consiste à calculer la volatilité moyenne du portefeuille fait abstraction du bénéfice de la diversification des placements. Le calcul revient à additionner les cas défavorables, sans tenir compte du bénéfice des corrélations/décorrélations. La conséquence pratique serait de surévaluer le risque : en réalité, la probabilité de réalisation du budget défavorable normalisé serait inférieure à $1/6^{\text{ème}}$, même très inférieure à $1/6^{\text{ème}}$ compte tenu des ratios de dispersion des risques imposés par ailleurs. Mais en sens inverse, d'autres facteurs peuvent conduire à sous-évaluer le risque : la volatilité varie dans le temps et selon les phases des marchés ; les distributions de probabilités ne sont pas gaussiennes ; en particulier, les queues de distribution sont plus épaisses que celles des lois de Gauss. La méthode retenue ne prétend pas être exacte (sur le plan théorique) ; c'est une méthode pragmatique, approximative et empirique, reposant sur le bon sens et la pratique (sur un plan expérimental).