

# 2006

RAPPORT ANNUEL



# PROFIL

Mis en place au début des années 2000, le FRR (Fonds de réserve pour les retraites) est un établissement public au service de la pérennité du système français de retraites. Grâce à une gestion optimale des ressources que lui confie la collectivité nationale, il a pour rôle de couvrir, à compter de 2020, une part significative des besoins de financement des régimes de base des salariés du secteur privé, des artisans et des commerçants.

## SOMMAIRE

Chiffres clés _____	1
Message du Président du Conseil de surveillance et du Président du Directoire ____	2
Le FRR et le système français de retraites _____	4
La politique d'investissement du FRR _____	5
La stratégie d'investissement responsable du FRR _____	7
La composition du portefeuille _____	10
L'évolution des marchés financiers et la performance globale du FRR en 2006 _____	13
Les risques _____	15
Les coûts de fonctionnement du FRR _____	16
L'organisation du FRR _____	17
Les instances dirigeantes du FRR _____	18
Synthèse financière et comptable _____	20
Bilan _____	22
Compte de résultat _____	23
Annexe aux comptes _____	24
Rapport général des commissaires aux comptes _____	34
Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR _____	35

# CHIFFRES CLÉS

## AU 31 DÉCEMBRE 2006

Montant des capitaux confiés  
au FRR par la collectivité nationale

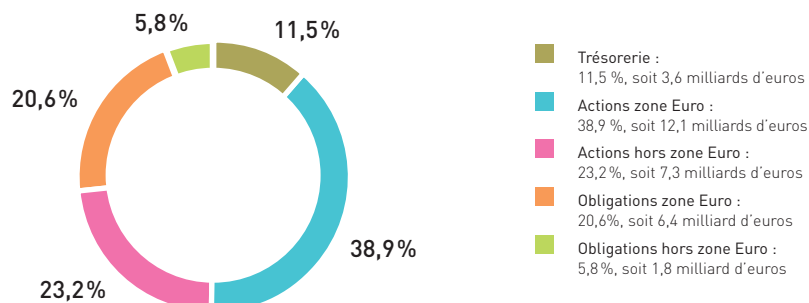
**24,1**  
milliards d'euros

Montant des actifs  
du FRR

**31,2**  
milliards d'euros

### Répartition des actifs du FRR

88,5 % des actifs investis en valeurs mobilières



### Performances du FRR

	Performance annualisée depuis l'origine	Performance cumulée depuis le 01/01/06
Performance de l'actif total	<b>10,5 %</b>	<b>11,2 %</b>
Performance des actifs investis en valeurs mobilières	<b>16,3 %</b>	<b>11,0 %</b>

# MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE

L'année 2006 aura vu le FRR réaliser à nouveau une performance très satisfaisante, adapter en la diversifiant sensiblement son allocation stratégique et développer à travers de nouvelles initiatives son identité d'investisseur responsable. Mais cette année restera d'abord marquée par la disparition de Francis Mayer, qui présidait le Directoire depuis sa mise en place. Francis Mayer est décédé en décembre 2006 au terme d'un combat contre la maladie qu'il a mené avec un courage et une force de caractère qui ne peuvent que susciter le plus grand respect. Il avait mis au service du FRR le savoir-faire, l'expérience et l'énergie qu'il a déployés, tout au long de sa carrière, dans les responsabilités multiples et éminentes qui ont été les siennes au service de l'intérêt supérieur du pays. Et les premiers résultats enregistrés par le FRR sont là pour attester qu'il a contribué à asseoir l'institution sur des bases solides.

Au 31 décembre 2006, l'actif net du FRR s'élevait à 31,2 milliards d'euros contre 26,6 milliards d'euros à la fin 2005.

Cette augmentation de 4,6 milliards d'euros sur un an s'explique pour un tiers par les abondements reçus au cours de l'exercice (1,5 milliard d'euros) et pour le reste, soit plus de 3 milliards d'euros, par les résultats de la gestion, à savoir les produits financiers nets de charges et les plus-values latentes sur les actifs investis. C'est dire que, comme en 2005, la performance globale du FRR a été très positive puisque, nette de tous frais (qui ne représentent que 0,2% du montant des actifs gérés), elle s'est établie à 11,2%, soit 6,8% de plus que le coût pour la collectivité publique de la ressource qui lui est affectée. Sur trente mois, c'est-à-dire depuis le début des premiers investissements du Fonds à l'été 2004, la performance annualisée nette de tous frais s'est établie à 10,5%, et ce alors même que la montée en charge des investissements s'est faite progressivement et n'était pas encore tout à fait achevée fin 2006.

Cette performance est due pour l'essentiel aux excellents résultats enregistrés sur les actions, en particulier de la zone Euro, la poche constituée par les obligations ayant en revanche dégagé une performance légèrement négative due à la hausse des taux observée sur la plupart des marchés. La politique de gestion tactique du FRR, mise en œuvre pleinement pour la première fois en 2006, a également contribué positivement aux résultats.

Comme le principe en avait été posé au printemps 2003, date à laquelle avait été définie l'allocation stratégique initiale, l'année 2006 a été marquée par l'adoption, en juin 2006, au terme de lourds travaux



**Raoul Briet**  
Président du Conseil  
de surveillance



**Augustin de Romanet**  
Président du Directoire

techniques menés par le Directoire et de discussions substantielles au sein du Conseil de surveillance, d'une allocation stratégique révisée. Cette révision se caractérise par une diversification accrue : introduction de nouveaux actifs (immobilier professionnel, indice de matières premières, infrastructures) et élargissement de l'univers géographique des catégories d'actifs déjà représentés dans le portefeuille. La réorientation du portefeuille vers les trois cibles (60 % actions, 30 % obligations, 10 % actifs de diversification) a été entamée et devrait, en particulier pour les actifs de diversification, se poursuivre dans les dix-huit mois à venir.

L'année 2006 a vu enfin le FRR continuer à construire, pas à pas mais de façon effective, son identité d'investisseur responsable. La politique d'exercice des droits de vote, démarrée en 2005, a été élargie et approfondie. À l'issue d'un appel d'offres très large, cinq gérants spécialisés, à même d'intégrer les critères extra-financiers définis par le Fonds dans leur processus d'investissement, ont été sélectionnés et les mandats correspondants activés à l'été 2006. Le FRR a continué à prendre une part active aux initiatives nationales et internationales et fait partie des premiers signataires des PRI (principes pour un investissement responsable), initiative développée sous l'égide de l'ONU. Il a enfin sélectionné les prestataires, français et étrangers, chargés de rassembler les éléments d'un premier reporting extra-financier au 31 décembre 2006 portant sur la totalité de son portefeuille afin d'apprécier la façon dont ce portefeuille prend en compte les principes d'investissement qu'il a définis.

Au terme de quatre années d'existence, chacun peut aujourd'hui mesurer que, grâce en particulier à l'implication et au professionnalisme de tous ses collaborateurs, le FRR est un outil performant et fiable sur lequel la collectivité nationale peut s'appuyer pour consolider les perspectives à long terme de notre système de retraites et manifester de façon concrète son souci de prendre en compte les intérêts des générations futures.

Les mois qui viennent vont être marqués, comme le législateur l'avait décidé en 2003, par une nouvelle phase de concertation puis de décisions visant à permettre à notre système de retraites de relever les défis de long terme auxquels il doit faire face. Cette clause de rendez-vous 2007-2008 doit être une date majeure pour le FRR car elle met la collectivité nationale en situation de définir de façon plus précise et explicite le rôle qu'elle entend faire jouer au FRR à compter de 2020 et, consécutivement, la politique d'abondement qu'il convient de suivre pour lui permettre de remplir pleinement sa mission.

# LE FRR ET LE SYSTÈME FRANÇAIS DE RETRAITES

Le FRR constitue un outil de consolidation du système des retraites pour l'après 2020. Depuis une dizaine d'années, des adaptations progressives ont été apportées au système français de retraites afin de lui permettre d'assurer son équilibre à long terme. Les différents régimes obligatoires à base professionnelle qui le constituent, et reposent sur la logique de la répartition et de la solidarité intergénérationnelle, se doivent en effet de relever les défis que représentent en particulier les évolutions démographiques. Celles-ci prennent la forme de deux phénomènes qui pèsent d'un poids comparable : l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby-boom qui fait passer, à partir de 2005, les flux de nouveaux pensionnés d'environ 500 000 par an à plus de 800 000 ; la tendance sur longue période à l'allongement de l'espérance de vie à 60 ans (et donc de la durée de versement des pensions) qui pourrait passer d'un peu plus de 22 ans en moyenne aujourd'hui à un peu plus de 28 ans en 2040, soit un accroissement moyen d'environ deux mois par an. Dans son rapport publié en mars 2006, le Conseil d'orientation des retraites (COR) a ainsi estimé, dans son scénario de base, que le besoin de financement de l'ensemble des régimes de retraites serait de l'ordre de 0,8 % du PIB en 2020, de 2,8 % en 2040 et de 3,1 % en 2050.

Il souligne que l'utilisation du FRR à compter de 2020 permettra de lisser dans le temps les efforts à réaliser pour équilibrer les régimes à long terme (2040-2050). La mise en place du FRR, décidée en 1999, s'est inscrite dans cette perspective d'ensemble du régime des retraites français. Il s'agit de mettre en réserve et de faire fructifier d'ici à 2020 un volume significatif de ressources, afin de permettre aux régimes bénéficiaires, et en tout premier lieu au régime de base des salariés du secteur privé, qui en application de la loi est le principal régime éligible au FRR, d'en bénéficier progressivement à partir de 2020. Cet apport externe devrait permettre

de mieux répartir dans le temps et entre générations les efforts qui seront susceptibles d'être demandés alors pour assurer la pérennité financière de ces régimes. Le FRR a donc explicitement une fonction de « lissage ». Cela signifie qu'il ne saurait, compte tenu de son caractère transitoire, dispenser les régimes des adaptations nécessaires, mais qu'il doit permettre à la fois de rendre ces adaptations plus progressives et d'éviter de reporter sur les générations futures des charges trop lourdes.

## LES EXPÉRIENCES ÉTRANGÈRES

Au cours des dernières années, un certain nombre de pays industrialisés ont mis en place un fonds de réserve afin de préfinancer tout ou partie d'engagements publics à venir et, en particulier, ceux provenant des conséquences du vieillissement démographique sur l'équilibre des régimes publics de retraites par répartition. Certains pays l'ont créé ex nihilo, retenant pour ce fonds des règles variées de fonctionnement administratif, d'abondement et de gestion financière qui découlent directement de la structure du système de retraites et de la situation budgétaire en vigueur dans le pays. C'est le cas notamment des Pays-Bas, de l'Espagne, de l'Irlande, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande et de la France. D'autres États, dont les systèmes de retraite par répartition avaient précédemment accumulé des réserves financières, ont profité d'une réforme de ces systèmes pour en modifier les règles de gestion financière, afin d'optimiser rendement et stratégie d'investissement. C'est le cas de la Suède, de la Finlande, du Japon, du Canada. Quelles que soient les spécificités nationales, la création de ces structures est toujours fondée sur le concept de solidarité intergénérationnelle.

# LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DU FRR

## LA NOUVELLE ALLOCATION STRATÉGIQUE DE MAI 2006

### Présentation des éléments clés

Il est généralement admis dans les études académiques que la structure de l'allocation stratégique d'un investisseur – c'est-à-dire les poids cibles des principales catégories d'actifs dans son portefeuille – contribue pour une part majeure (souvent estimée à hauteur de 90 %) à sa performance financière et à son risque sur le long terme.

L'allocation stratégique initiale du FRR avait été décidée en avril 2003. Elle se répartissait alors entre 55 % d'actions des pays développés et 45 % d'obligations d'émetteurs souverains et privés. Le Conseil de surveillance du Fonds avait souhaité dès 2003 que la structure de l'allocation soit revue sous trois ans. Planifiée pour le début 2006, cette révision apparaissait d'autant plus nécessaire :

- qu'un portefeuille constitué uniquement d'obligations et d'actions reste vulnérable à tout choc qui se traduirait simultanément par une dépréciation importante et durable de la valeur des actions et des titres de dette ;
- que les derniers travaux du Conseil d'orientation des retraites de mars 2006 fournissaient des éléments plus précis sur les niveaux et la structure dans le temps des besoins de financement prévisibles des régimes de retraite par répartition entrant dans le périmètre du FRR ;
- que le critère de risque à long terme, sur le respect duquel la détermination d'une allocation « optimale » s'était fondée en avril 2003, devait être réexaminé ou, à tout le moins, complété par un critère plus adapté aux enjeux du FRR. Or, tout changement concernant ce critère de risque de long terme était susceptible d'induire des modifications substantielles dans la composition optimale de l'allocation stratégique.

La mission du FRR légitime son insertion dans la vision la plus large possible des finances publiques françaises. La dette globale de la Nation peut être vue comme la somme de ses dettes financières et de ses engagements sociaux à long terme. Les besoins de financement prévisibles des régimes de retraites par répartition constituent une part importante de ces engagements.

Dans cette optique, le coût moyen pour l'État des sommes allouées au FRR sur la période 2006-2020 a été utilisé comme seuil minimal de rentabilité à dépasser sur le long terme.

En effet, si le FRR parvient à obtenir sur le long terme un rendement supérieur à ce seuil, il générera un surplus financier pour la collectivité qui servira à financer une partie des besoins de financement des régimes de retraites par répartition, autorisant une réduction équivalente de la dette à long terme de la collectivité.

Le coût moyen des ressources affectées au FRR a été estimé à 4,4 %.

Un nouveau critère de risque à long terme a donc été défini, en sus de celui déjà retenu en 2003 (probabilité quasi nulle de perte en capital à l'horizon 2020), consistant à maximiser la probabilité (au moins 80 % dans un premier temps) d'obtenir un rendement annualisé moyen – sur la période 2006-2020 – supérieur à 4,4 % en termes nominaux. Ce dernier chiffre ne constitue en aucun cas l'objectif de rendement à long terme du FRR (ce dernier est implicitement bien supérieur) mais le seuil à partir duquel le nouveau critère de risque s'exprime. Ce seuil pourra d'ailleurs être revu en fonction des conditions de marché.

Sur ces bases, un très grand nombre d'allocations ont été simulées afin de déterminer celles susceptibles de respecter ces critères de risque de la façon la plus efficiente possible (c'est-à-dire en présentant le rendement espéré le plus élevé). Ces allocations ont porté sur une très large

gamme d'actifs : différents indices représentatifs des marchés développés et émergents d'actions et d'obligations, de l'immobilier coté et non coté, résidentiel ou professionnel, des investissements en infrastructures, du capital investissement, des fonds d'arbitrages (hedge funds) via des supports mono ou multistratégies, des matières premières via des indices ou des actions de sociétés produisant des matières premières et des produits structurés.

Au total, et en intégrant certaines contraintes opérationnelles ou juridiques qui empêchaient le FRR de monter en charge très rapidement sur des classes d'actifs nouvelles, l'allocation stratégique du Fonds a été adaptée au printemps 2006 de la façon suivante :

- le poids des actions a été légèrement accru, passant de 55 % à 60 % du total du portefeuille. Cet accroissement est en partie le résultat d'une modeste révision à la hausse de l'hypothèse de prime de risque dont devrait bénéficier la rémunération des actions sur le long terme. Il s'explique également par les contraintes exercées sur l'allocation initiale en nouveaux actifs ;
- une catégorie « actifs diversifiants » a été introduite à hauteur de 10 % de l'allocation stratégique du FRR. Cette catégorie regroupe du capital-investissement, des indices matières premières, de l'immobilier non coté et des financements d'infrastructures ;
- le poids des produits de dette a été fortement réduit, passant de 45 % à 30 % du total de l'actif. Cette diminution sensible n'est pas la conséquence d'une révision à la baisse des hypothèses de taux d'intérêt à long terme, puisque le scénario macrofinancier arrêté en 2003 était déjà très prudent en la matière. Elle s'explique essentiellement par l'éviction des titres obligataires par les autres catégories d'actifs, dont les propriétés répondaient mieux aux objectifs de risque susmentionnés.

Au sein de chacune de ces catégories, une diversification internationale accrue, garante d'une meilleure maîtrise des risques, a été recherchée, dans les limites de la réglementation applicable. Le poids de la zone Euro au sein des portefeuilles actions et obligations a ainsi été diminué, passant respectivement de 70 % à 55 % et de 84 % à 70 %. De nouveaux marchés, à l'instar de ceux des pays émergents, ont été parallèlement introduits. À l'inverse, parmi les catégories d'actifs étudiées, les produits structurés ou les fonds d'arbitrage ne sont pas apparus suffisamment intéressants pour être insérés dans une allocation à long

terme d'un investisseur comme le FRR.

En effet, l'horizon d'investissement très long de ce dernier lui permet d'investir dans des actifs individuellement assez risqués, avec un rendement assez élevé, et présentant entre eux des corrélations de long terme relativement faibles. Or, les produits structurés et les fonds d'arbitrage, même s'ils offrent de bonnes propriétés de diversification des risques, ont des rendements espérés plus faibles, relativement à ces autres classes d'actifs. Ils ont donc été évincés par ces dernières lors des simulations réalisées.

Compte tenu de la nécessité de créer de nouveaux supports physiques, en allouant de nouveaux mandats de gestion via des procédures d'appels d'offres, le Conseil de surveillance du FRR est convenu que le Directoire mettrait en œuvre cette nouvelle allocation stratégique d'ici à la fin 2007.



# LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DU FRR

En 2006, le FRR a accéléré le déploiement de sa stratégie d'investissement responsable, initiée trois ans plus tôt. Il a notamment achevé la sélection de gérants ayant un processus d'investissement responsable et activé les mandats correspondants. Le Fonds a par ailleurs dressé les bases du reporting extra-financier du portefeuille actions et renouvelé son soutien et sa participation à un certain nombre d'initiatives. Les principaux axes de sa stratégie sont les suivants :

- une politique active de droits de vote par l'intermédiaire de ses gestionnaires sur la base de lignes directrices rendues publiques en 2005 ;
- l'intégration des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la gestion du Fonds, que ce soit au niveau de la gestion européenne « mainstream » ou par l'intermédiaire d'une gestion plus spécialisée dans l'intégration des critères ESG du FRR ;
- le soutien et la participation du FRR à des initiatives nationales et internationales favorisant le développement de l'intégration de critères ESG dans le processus de décision par la communauté financière.

## LA MISE EN PLACE D'UNE GESTION SOCIALEMENT RESPONSABLE

En 2006, le FRR a clôturé son appel d'offres pour l'allocation de mandats de gestion spécialisés en ISR pour un montant initial de 600 millions d'euros. Après une analyse approfondie des offres début 2006, le Directoire du Fonds a retenu les cinq sociétés de gestion suivantes : AGF Asset Management, Dexia Asset Management, Morley Fund Management, Pictet Asset Management, Sarasin Expertise Asset Management.

La particularité de ces mandats réside dans l'intégration forte par les cinq gestionnaires des dimensions ESG dans le processus de sélection de valeurs, en s'appuyant sur les principes ISR du FRR rendus publics à l'automne 2005. Ces principes déclinent les attentes du FRR vis-à-vis des entreprises composant son portefeuille, tant dans leurs choix stratégiques que dans leurs comportements à l'égard de l'environnement de leurs parties prenantes (fournisseurs, clients, salariés, actionnaires, marché). Les mandats ISR ont été activés au cours du deuxième semestre 2006. À la fin décembre 2006, le montant total sous gestion ISR s'élevait à près de 0,7 milliard d'euros et vient s'ajouter aux 6 milliards d'euros d'actions européennes du FRR gérées avec le souci et l'engagement de la part des gérants de recherche et d'analyse ESG, de réflexion sur l'intégration de critères extra-financiers dans la gestion, de collaboration étroite et de transparence vis-à-vis du FRR.

## LE REPORTING EXTRA-FINANCIER

Le FRR a lancé, à l'automne 2005, la réflexion et la sélection de prestataires externes pour la réalisation du reporting extra-financier de son portefeuille actions (environ 18 milliards d'euros à la fin 2006). L'objectif est de permettre aux instances dirigeantes du FRR, d'une part, de mesurer la qualité environnementale, sociale et en termes de gouvernance de son portefeuille, d'autre part, d'apprécier dans quelle mesure sa démarche contribue au développement durable et, enfin, d'identifier les risques et opportunités extra-financiers auxquels le Fonds pourrait se trouver exposé.

À l'issue du processus de sélection, le FRR a décidé de retenir les sociétés Eiris, Trucost et Vigeo, dont les prestations sont complémentaires. Elles ont pour mission :

- d'analyser le portefeuille actions zone Europe au regard des cinq principes ISR du FRR (mission confiée à Vigeo) ;
  - d'évaluer l'empreinte environnementale du portefeuille actions Monde ainsi que les risques et opportunités environnementaux (mission confiée à Trucost) ;
  - de réaliser, pour le portefeuille actions Monde, un rapport sur le respect des principales conventions internationales et, en particulier, celles liées au premier principe du FRR « Respecter les droits de l'Homme et les droits fondamentaux au travail » (mission confiée à Eiris).
- Le FRR pourra consolider sa démarche d'investisseur responsable à partir des résultats attendus à la fin du premier trimestre 2007.

## FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT ET L'INTÉGRATION DES DIMENSIONS ESG DANS LA FINANCE ET LA GESTION

### Les principes d'investissement responsable

Après avoir activement participé à l'initiative de l'ONU pour la mise en place de principes d'investissement responsable (PRI), le FRR

les a officiellement signés le 27 avril 2006.

Cette initiative réunit un groupe d'investisseurs internationaux qui s'engagent à servir au mieux les ayants droit et à aligner leurs politiques d'investissement avec les intérêts de la société et le développement durable. Elle est entièrement cohérente avec la stratégie d'investissement à long terme du FRR.

Le FRR est aujourd'hui membre du conseil d'administration des PRI et participe activement à ses groupes de travail ainsi qu'à la promotion des PRI au sein du secteur financier. Un des groupes de travail où le FRR est particulièrement actif concerne l'évaluation, à l'aide d'un outil dématérialisé, des capacités des signataires à mettre en œuvre les PRI.

### Le Carbon Disclosure Project (CDP)

Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des entreprises par rapport à l'environnement, de leur consommation d'énergie et des effets du changement climatique sur leurs activités, le FRR a apporté son soutien au Carbon Disclosure Project (CDP). Il s'agit de l'une des plus importantes initiatives dans le domaine de l'environnement et du changement climatique, soutenue par le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE).

## BILAN DE LA CAMPAGNE 2006 D'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Le Conseil de surveillance du FRR a, lors de ses délibérations, arrêté plusieurs principes en matière d'exercice des droits de vote du Fonds, selon lesquels les droits d'actionnaire de ce dernier dans les assemblées générales font l'objet d'un exercice systématique, par chacun des gérants, au regard de lignes directrices fixées par le Fonds, les positions prises en son nom étant motivées par son seul intérêt et de façon strictement indépendante. Ces lignes directrices, proposées par le Directoire, ont été rendues publiques après que le Conseil de surveillance du 26 janvier 2005 les ait adoptées. Elles ont été adaptées par le Conseil en février 2006 et transmises aux gérants afin qu'ils exercent les droits d'actionnaire du FRR.

À l'issue de la campagne 2005, qui a vu la mise en place d'un dispositif laissant largement la main aux sociétés en charge de la gestion des portefeuilles FRR, la campagne 2006 a été envisagée sous l'angle de la mise en place progressive d'une coordination de l'exercice des droits de vote entre le FRR et ses gérants, dans les cas où ces derniers ont des intentions de vote divergentes sur une même résolution.

Un comité interne de suivi des droits de vote a été mis en place par le FRR en début d'année, en charge de superviser cette démarche de coordination et de tirer le bilan de la campagne 2006, au regard notamment du reporting des votes des gestionnaires.

## La recherche dans le domaine de l'investissement responsable

Outre le soutien d'initiatives internationales, le FRR soutient l'initiative de l'Association française de gestion et participe au lancement de la Chaire ISR en France. Celle-ci porte sur la constitution d'un corpus théorique analysant la demande des épargnants et la manière dont les professionnels de la finance doivent y répondre. Elle vise également à la construction d'un ensemble de règles opérationnelles d'évaluation des actifs combinant critères financiers, sociaux et environnementaux. Les résultats de ces travaux seront validés scientifiquement par des publications au niveau international. La Chaire est animée par des spécialistes de la finance, de l'économétrie, de l'économie industrielle au sein de l'Institut d'économie industrielle (IDEI), associé à l'université de Toulouse 1, et du département d'économie de l'École polytechnique. La Chaire démarrera les travaux de recherche au premier trimestre 2007.

## LES PERSPECTIVES 2007

L'année 2007 sera placée sous le signe des résultats. En effet, les différentes mesures prises par le FRR devraient tout au long de l'année

générer un certain nombre d'enseignements qui sont liés :

- au reporting extra-financier du Fonds, susceptibles d'ouvrir, le cas échéant, de nouvelles pistes pour un investisseur responsable ;
- aux difficultés rencontrées ou aux obstacles surmontés lors du déploiement des PRI par les signataires ;
- à la poursuite ou non des efforts par les entreprises françaises et internationales de publication de données dans le domaine de l'environnement ;
- aux premiers éléments de recherche issus de la Chaire ISR.

En tant qu'investisseur responsable, le FRR ne manquera pas de poursuivre sa collaboration et de partager les fruits de ces projets avec ses mandataires et la communauté financière française et internationale.

Enfin, au delà de sa stratégie financière responsable, le FRR devra en 2007 s'interroger sur ses propres pratiques et son fonctionnement interne et adopter des mesures favorisant le développement durable.

## La participation aux assemblées générales

Sur cette campagne 2006, au regard des lignes détenues en portefeuille, le FRR a participé, via ses gérants, à 1306 assemblées générales (sur un total de 1464 effectivement tenues, soit 90% du portefeuille global). Les gérants ont voté, en moyenne, sur 92,6% de leur portefeuille. Le vote a été exercé sur la zone Euro, l'Europe et les États-Unis. Lors de cette campagne, 10 115 résolutions ont été examinées et votées. Elles se décomposent de la façon suivante : 8 833 votes POUR (87,33%), 1 099 votes CONTRE (10,87%) et 183 ABSTENTIONS (1,80%).

## Analyse des votes

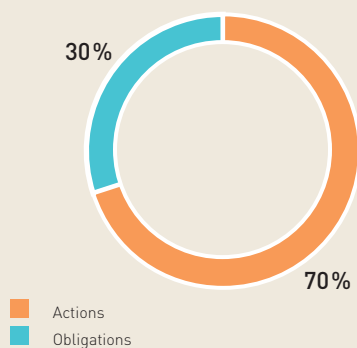
La campagne 2006 présente la particularité, par rapport à la précédente, d'avoir enregistré un léger recul du taux de contestation dans les assemblées générales des sociétés du CAC 40 (environ 5,37% contre 6,46% en 2005), dû à une meilleure communication entre les émetteurs et les investisseurs. Les types de résolutions qui ont suscité le plus de contestation ont trait à l'autorisation d'acquisition par les sociétés de leurs propres actions, y compris en période d'offre publique d'achat (OPA), l'autorisation d'émission de bons de souscription d'actions (BSA) en période d'OPA, l'autorisation d'augmenter le capital par émission d'actions sans droit préférentiel de souscription, l'attribution d'actions gratuites pour les mandataires sociaux et les dirigeants et les conventions réglementées portant sur les retraites surcomplémentaires et les indemnités de départ des dirigeants.

À l'issue de cette première campagne de suivi actif par le FRR de l'exercice de ses droits de vote, leur mise en œuvre effective par les gérants, s'appuyant sur les lignes directrices définies par le Fonds, a bien progressé.

# LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE

Au 31 décembre 2006, à l'issue de l'activation de nouveaux mandats et d'opérations d'abondements et de retraits liés pour une large part au changement d'allocation stratégique du FRR, le portefeuille investi (hors activité liée au gérant transversal et à la gestion de la trésorerie) était réparti de la façon suivante : 17,1 milliards d'euros d'actions européennes, américaines et asiatiques et 7,5 milliards d'euros d'obligations européennes et internationales, nominales et indexées sur l'inflation. Des premiers engagements – non significatifs à ce stade – ont été par ailleurs réalisés en toute fin d'année en capital-investissement, sur des opérations de rachats secondaires.

Répartition entre actions et obligations des actifs investis (hors trésorerie)



## LE PORTEFEUILLE ACTIONS

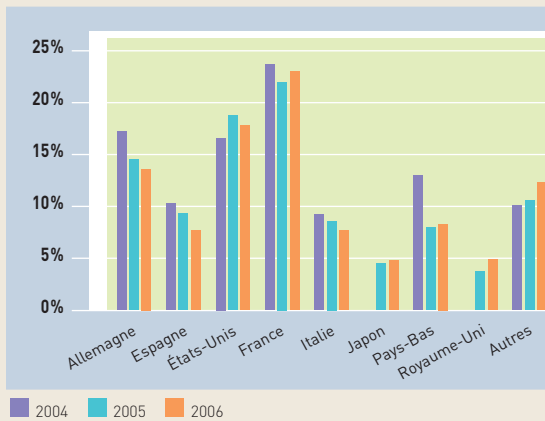
Au 31 décembre 2006, la valeur boursière du portefeuille actions s'élevait à 17,135 milliards d'euros. En termes géographiques, et par ordre décroissant, ce portefeuille était principalement investi dans des actions d'entreprises françaises, américaines, allemandes, italiennes, néerlandaises et espagnoles. L'allocation en actions françaises, très supérieure au poids relatif de la capitalisation boursière française (23 % dans le portefeuille d'actions du FRR contre 4 % dans la capitalisation mondiale), résulte principalement de la surexposition délibérée de l'allocation stratégique du FRR sur la zone Euro et de la surpondération en faveur des valeurs françaises opérée par la plupart des gestionnaires du Fonds mandatés sur cette zone.

L'évolution de cette répartition au cours de l'année 2006 est la résultante, d'une part, des mouvements de valorisation relative entre les différents marchés d'actions et, d'autre part, des décisions d'activation, de retrait et de résiliation de mandats intervenues l'an passé. À l'issue d'un appel d'offres qui s'est achevé à la fin du premier semestre, cinq mandats portant sur des actions européennes gérées selon un processus d'investissement responsable ont ainsi été activés pour un montant cumulé de 600 millions d'euros. Deux mandats stand-by, sélectionnés à l'issue du premier appel d'offres du FRR, ont parallèlement été activés, respectivement sur les actions du Bassin Pacifique et sur les actions américaines gérées selon un style valeur.

Un mandat portant sur les moyennes capitalisations américaines a été résilié en raison

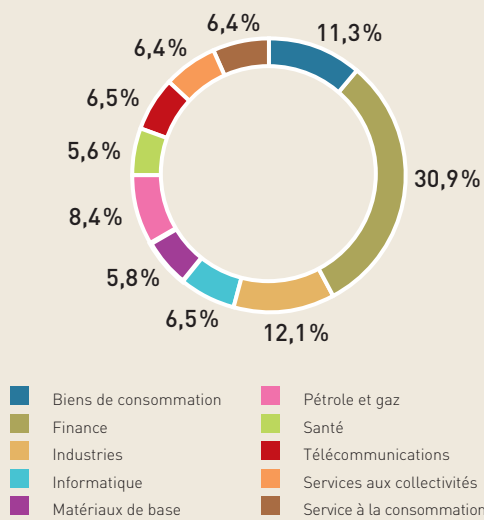
de performances durablement insuffisantes. En fin d'année, différentes opérations de retrait sur des mandats de gestion d'actions de la zone Euro ont permis de rapprocher l'exposition géographique du portefeuille physique de valeurs mobilières des nouvelles cibles issues de l'allocation stratégique révisée au printemps 2006.

Évolution de la répartition géographique des actions (hors ISR)



En termes sectoriels, au 31 décembre 2006, le portefeuille était principalement investi en valeurs financières et industrielles ainsi qu'en titres d'entreprises opérant dans le secteur des biens de consommation. Cette répartition restait proche – aux paris tactiques implémentés par les gestionnaires près – de celle des indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat.

Répartition sectorielle des actions (hors ISR)

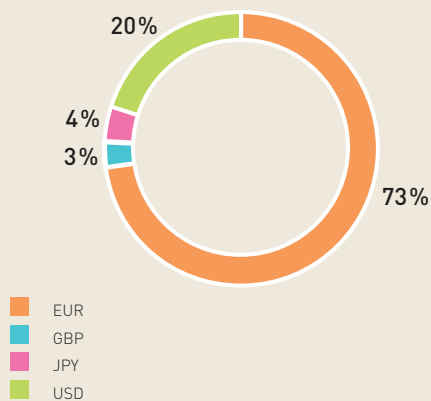


## LE PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

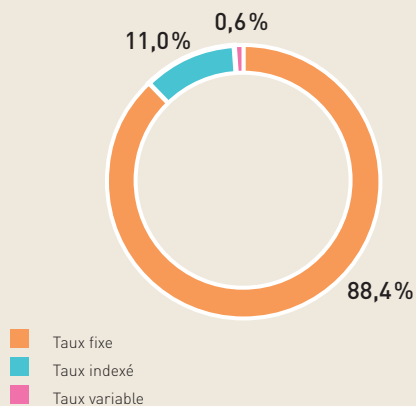
Au 31 décembre 2006, la valeur boursière du portefeuille obligataire s'élevait à 7,450 milliards d'euros. Le portefeuille était composé majoritairement d'obligations en euros et sa ventilation par devise était très proche de celle de l'indice de référence des mandats de produits de taux.

La part des obligations indexées sur l'inflation s'élevait à 11% du portefeuille obligataire, le solde étant quasiment intégralement investi en obligations nominales à taux fixe. La part des obligations à taux variable (incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires mais non représentées dans leur indice de référence) demeure très marginale.

Répartition des mandats taux par devise

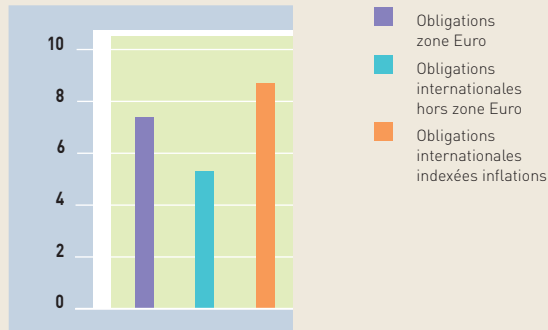


Répartition des obligations entre taux fixe, taux indexé et taux variable

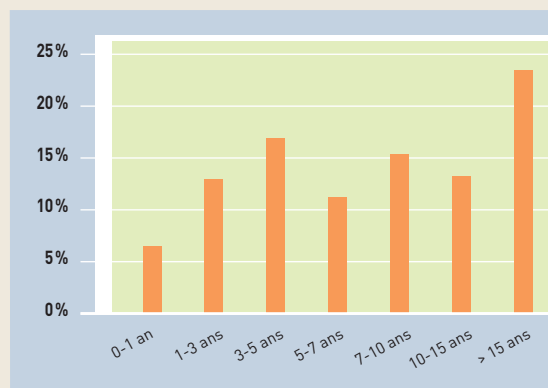


Le portefeuille obligataire comprenait une proportion importante (23,5%) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans, reflet de la composition des indices de référence, eux-mêmes structurés de façon cohérente avec la durée élevée du passif du FRR.

#### Sensibilité des indices obligataires

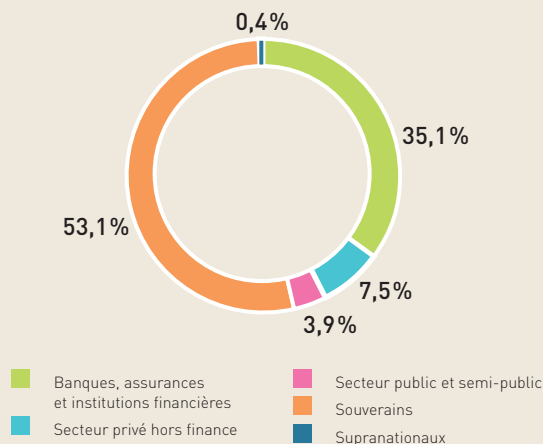


#### Structure des mandats taux par tranche de maturité



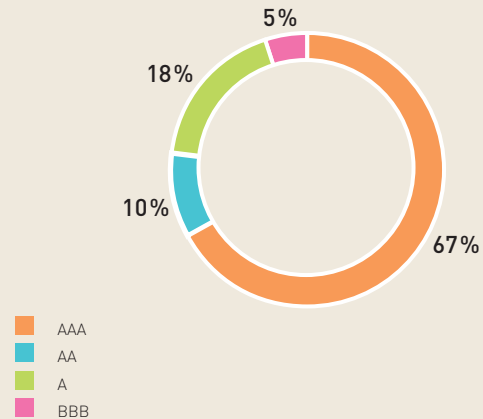
Un peu plus de 53% du portefeuille obligataire était constitué de titres émetteurs souverains, proportion significativement plus importante que dans les indices de références des mandats.

#### Répartition des produits de taux par catégorie



Cette surpondération des titres d'État s'est logiquement traduite par une très forte proportion d'obligations notées AAA dans le portefeuille.

#### Répartition des obligations par rating



## CAPITAL-INVESTISSEMENT

La procédure d'appel d'offres initiée par le FRR en décembre 2005 pour sélectionner les gestionnaires de son premier programme de capital-investissement s'est traduite à la fin 2006 par l'attribution d'un premier lot, centré sur les transactions secondaires dans des fonds ayant déjà procédé, au cours des dernières années, à des engagements dans des entreprises non cotées. Cette poche de transactions secondaires, mise en œuvre via un fonds de fonds spécialisé, portera sur un montant cumulé d'engagements de 150 millions d'euros. Elle permettra, outre une diversification du portefeuille de capital-investissement du FRR à des millésimes de fonds antérieur à l'organisation de l'appel d'offres, d'atténuer l'impact de la « courbe en J » qui caractérise traditionnellement le rendement de programmes d'investissement en non coté, le « retour » des entreprises financées ne commençant à rentabiliser les engagements initiaux qu'après plusieurs années.

Au 31 décembre 2006, le FRR avait initié ses premiers engagements dans ce fonds de fonds secondaire, d'un montant toutefois non significatif (moins de 200 000 euros).

# L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS ET LA PERFORMANCE GLOBALE DU FRR EN 2006

L'année 2006 se sera inscrite comme une nouvelle année de croissance mondiale. Pourtant, dans un contexte de maturation du cycle économique global, les incertitudes croissantes sur l'ampleur et la nature du ralentissement de l'économie américaine, sur la vigueur de la reprise en Europe, sur la réalité de la sortie de déflation au Japon ainsi que sur les orientations des politiques monétaires susceptibles d'en découler, ont favorisé une évolution des marchés financiers moins linéaire que celle qui avait été observée depuis la fin de l'été 2004.

Après un démarrage en fanfare au premier trimestre, davantage porté par des perspectives d'acquisitions ou de fusions en forte accélération que par une nouvelle révision à la hausse des anticipations de bénéfices des entreprises, les marchés actions sont entrés – à partir du printemps – dans une zone de fortes turbulences. Ce mouvement, initialement enclenché par la forte remontée des taux à long terme sur les quatre premiers mois de l'année, s'est ensuite renforcé sur le thème du ralentissement à venir de l'économie américaine. Via une remontée de l'aversion pour le risque, il s'est propagé à l'ensemble des marchés actions. Les marchés qui avaient le plus fortement progressé en 2005 et au début 2006, et en particulier les marchés de la zone Euro, se sont toutefois davantage corrigés entre la mi-mai et la mi-juin 2006, perdant jusqu'à 14% de leur valeur sur les actions françaises.

À l'été, cette brutale remontée de l'aversion pour le risque de la part des investisseurs s'est soudainement enrayée. La conviction que la Fed allait désormais marquer une pause durable dans son mouvement de durcissement progressif de ses taux directeurs, voire la crédibilité nouvelle d'un scénario de baisse de taux, conjuguées au sentiment que le ralentissement américain n'était pas de nature, au moins sur 2006, à remettre en cause le scénario d'une croissance globale soutenue, ont finalement encouragé les investisseurs à se repositionner massivement sur les marchés actions. Ceux-ci ont alors enregistré, sur la seconde partie de l'année, une hausse qui s'est à nouveau inscrite sur les rythmes observés depuis l'automne 2004.

Au total, et malgré les ruptures de tendances observées en cours d'année, les principaux marchés d'actions sur lesquels le portefeuille du FRR était exposé en 2006 ont, une nouvelle fois, fortement progressé. Les hausses les plus fortes ont toutefois été observées sur les marchés européens, en particulier sur celui des petites et moyennes valeurs, marchés sur lesquels le FRR est structurellement plutôt surexposé dans son allocation stratégique. Les marchés asiatiques et américains ont connu, en devises locales, des taux de croissance nettement plus limités. Toutefois, leur rendement couvert à 90% par le FRR s'est révélé plus favorable.

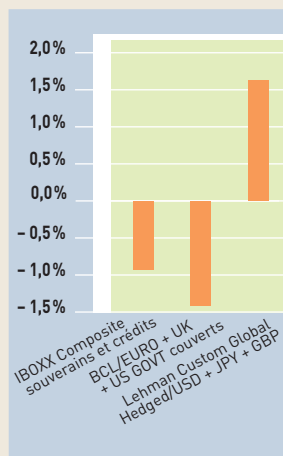
Performances des stratégies actions sur 2006  
(indices non couverts)



Les marchés obligataires ont enregistré une année 2006 tout aussi heurtée mais au final nettement moins favorable. Sur les quatre premiers mois de l'année, les taux à long terme des principaux pays de l'OCDE se sont inscrits en forte hausse, hausse favorisée par une réévaluation des risques inflationnistes, dans le contexte d'une nouvelle augmentation des prix du pétrole. Cette hausse s'est naturellement traduite par une baisse des cours des titres obligataires et une dégradation significative de la performance des indices de produits de taux, servant de référence aux gestionnaires du FRR. La performance de ces indices ne s'est guère redressée à l'occasion du décrochage rapide des marchés actions, au printemps 2006. Elle a commencé en revanche à s'améliorer lorsque le marché s'est finalement convaincu que la Fed allait durablement conserver les mêmes taux directeurs, voire pourrait les diminuer si le ralentissement américain s'annonçait plus prononcé que prévu.

Les taux à long terme se sont alors mis à refluer, tout au long du second semestre, de façon quasi symétrique au rebond continu des marchés actions. Ce mouvement n'a toutefois pas suffi à porter, sur l'ensemble de l'année 2006, les performances des stratégies obligataires poursuivies par les gestionnaires du FRR à des niveaux en ligne avec leurs hypothèses de long terme.

Performances des stratégies obligataires sur 2006



La gestion tactique du FRR a tenté de tirer profit de ces évolutions contrastées entre principales classes d'actifs, pour maîtriser les risques auxquels le portefeuille du Fonds était exposé et pour améliorer la performance globale par rapport à celle tirée simplement de l'évolution des marchés. Encouragé par un horizon d'investissement plus long que la moyenne des investisseurs, le FRR a ainsi pu renforcer, à la fin du printemps, son exposition aux marchés actions lorsqu'il est clairement apparu que la correction intervenue apparaissait excessive au regard des fondamentaux. Il est resté parallèlement fortement sous-exposé aux produits obligataires, limitant ainsi l'impact de la remontée sensible des taux longs sur sa performance. Cette sous-exposition s'est toutefois mécaniquement réduite en fin d'année, en raison de l'entrée en vigueur du nouveau benchmark stratégique, caractérisé par un poids sensiblement inférieur des obligations.

Ces différents éléments se conjuguent pour expliquer la performance brute de frais du FRR, qui s'est établie à 11,4% en 2006. Cette performance résulte en premier lieu de l'évolution des marchés actions, qui ont contribué à hauteur de 9,2 points de pourcentage à la performance totale sur l'année. La couverture de change a également joué un rôle positif dans un contexte de très forte dépréciation du dollar sur l'année. La gestion tactique, enfin, opérée par le FRR a constitué le troisième moteur ayant tiré cette performance totale. Nette de tous frais financiers et administratifs, la performance du FRR s'est élevée à 11,2% en 2006.

En cumulé depuis le démarrage de ses premiers investissements, le 28 juin 2004, la performance du FRR s'élève à 10,5% en rythme annualisé.



# LES RISQUES

## RISQUE FINANCIER

La performance a été réalisée avec un niveau de risque limité qui peut être apprécié à partir de deux mesures complémentaires : le coefficient bêta et la VaR (value at risk).

À la fin 2006, le coefficient bêta, qui mesure la corrélation entre les évolutions du benchmark stratégique et la valeur du portefeuille, est très voisin de 1. Ainsi toute variation du benchmark stratégique induit une variation de même ampleur de la valeur du portefeuille.

La VaR mesure, avec une probabilité d'occurrence de 95 %, le risque de perte maximale globale dans l'hypothèse, théorique, d'une liquidation du portefeuille en un an. En décembre 2006, ce risque de perte est de 10 % de la valeur du portefeuille à cette même date. L'ampleur de ce risque peut être rapprochée du taux de plus-value latente des portefeuilles à la même date, qui est de l'ordre de 9 %.

## RISQUE RÉGLEMENTAIRE

Le législateur a prévu un ensemble de règles visant à encadrer les investissements du FRR :

1. le FRR ne peut employer plus de 5% de son actif en instruments financiers d'un même émetteur – hors État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'EEE et hors CADES ;
2. le FRR ne peut employer plus de 25 % de son actif en titres donnant accès au capital d'entreprises ayant leur siège social hors de l'Espace économique européen, ou non négociés sur un marché en fonctionnement régulier d'un pays tiers membre de l'OCDE ;
3. le FRR ne peut posséder plus de 3% des actions d'un même émetteur ;
4. l'engagement total du FRR sur les instruments financiers à terme ne peut excéder la valeur de son actif ;
5. l'exposition au risque de change ne peut excéder 20 % du total de l'actif du FRR.

Au 31 décembre 2006, les ratios traduisant le suivi de la conformité à ces différentes règles reflètent tous la parfaite maîtrise de ces risques.

# LES COÛTS DE FONCTIONNEMENT DU FRR

L'année 2006 a marqué la fin d'une période de transition de trois ans, consacrée à la mise en place des fondations institutionnelles, opérationnelles et financières du FRR.

Les dépenses de fonctionnement 2006 du FRR ressortent à 68,3 millions d'euros. Elles sont la traduction de l'entrée du Fonds dans un régime de croisière :

- l'organisation du FRR, initialement tournée vers un mode projet, a été dimensionnée pour gérer une activité industrialisée, avec un calibrage des effectifs permettant de renforcer la structure sur les fonctions de supervision des mandats, d'élaboration de la stratégie d'investissement et de pilotage de la gestion tactique. Certaines fonctions opérationnelles ont par ailleurs été mutualisées avec la Caisse des dépôts, dans une perspective de plus grande efficacité et de réduction des coûts. Les effectifs du Fonds à fin 2006 s'élèvent ainsi à 35 personnes ;
- 83 % des dépenses de fonctionnement du FRR sont constituées par les frais de gestion des mandats : coûts d'administration de fonds/conservation (17%), commissions financières versées aux gérants (43%), frais de transaction-courtage et impôt de Bourse (23%). Ces postes budgétaires constituent pour l'essentiel des charges évaluatives, en raison des incertitudes d'estimation liées au rythme d'activation des prochains mandats et à la performance des gérants.

Poursuivant la démarche de maîtrise et de transparence de ses coûts engagée dès 2004, le FRR s'est attaché à construire un budget 2006 qui confirme les efforts entrepris et s'inscrit dans la trajectoire économique avalisée par ses instances, pour un retour progressif à un benchmark étalonné par rapport à un échantillon d'institutions internationales comparables.

Une étude, menée en 2005 avec l'appui d'un cabinet international spécialiste de l'industrie de la gestion d'actifs, situant le benchmark des coûts globaux du Fonds à environ 16 points de base <sup>(1)</sup>, a été complétée en 2006 dans ses grandes lignes par une autre analyse <sup>(2)</sup> souhaitée par le FRR.

Les conclusions de ces analyses convergent, situant en 2006 à 20,6 points de base le niveau de coûts du

FRR rapporté aux encours sous gestion. L'écart des coûts du Fonds ainsi identifié est de l'ordre de 5 points de base par rapport au benchmark de 16 points de base, et s'explique pour partie (à hauteur de 3 points de base) par des raisons structurelles liées à l'externalisation de la gestion financière du Fonds, alliée à ses contraintes statutaires. Le budget adopté par le Directoire du FRR pour l'année 2007 conduit, en anticipation des prévisions, à limiter cet écart au niveau structurel de 3 points de base (le niveau des coûts globaux du FRR rapporté aux encours sous gestion ressortant à 19 points de base).

Le Fonds s'est également efforcé en 2006 de contenir les charges de gestion administrative autres que celles liées à la gestion opérationnelle des mandats (frais de personnel, charges de gestion immobilière et frais généraux). Les indicateurs de pilotage de l'activité et du suivi de la performance de la gestion administrative de la CDC font l'objet d'un suivi régulier par les instances du Fonds.

Les dépenses de fonctionnement 2006 du FRR se composent des éléments développés dans le tableau ci-après :

## Coûts de fonctionnement

en millions d'euros	2005	2006
Charges de personnel	5,267	5,478
Gestion financière	37,171	45,089
Conservation/administration de fonds	13,285	11,471
Informatique	1,267	1,369
Consultants	1,743	1,005
Autres frais généraux	1,711	3,834
<b>Total coûts de fonctionnement</b>	<b>60,444</b>	<b>68,246</b>

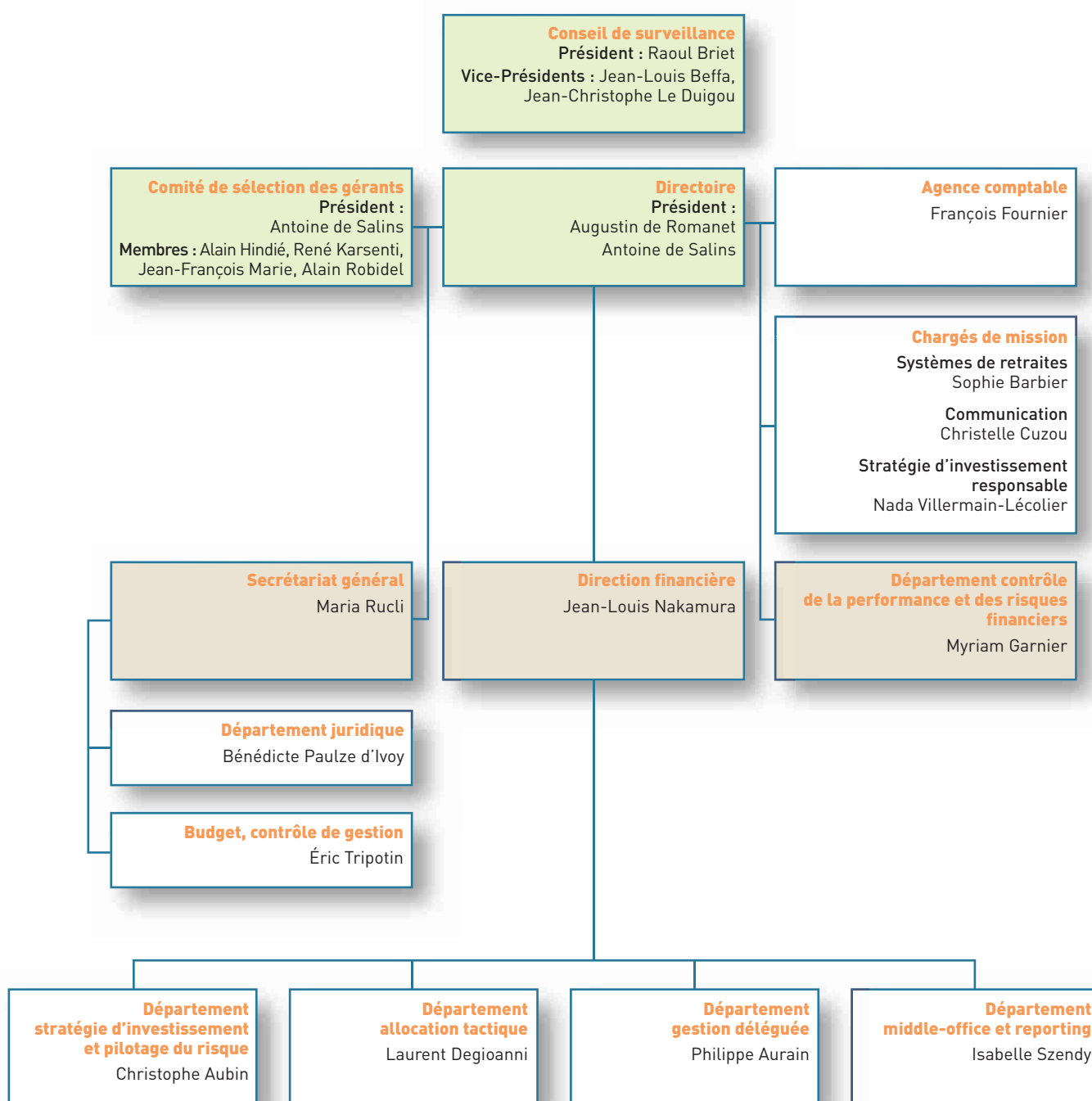
## Calcul benchmark

en millions d'euros	2005	2006
Total coûts retraités/benchmark1	38,8	49,4
Encours moyen sous gestion	14 130	24 000
<b>Points de base - pb</b>	<b>27</b>	<b>20,6</b>

*(1) Approche des coûts du FRR en points de base : rapport entre le budget global (retraité de la TVA sur commissions financières, des commissions de surperformance) et le montant des encours moyens sous gestion.*

*(2) Étude de benchmarking des coûts du Fonds réalisée par un organisme canadien - Cost Effectiveness Measurement/CEM - comparant les coûts 2005 du FRR à un groupe de référence de 20 fonds internationaux, dont une quinzaine de fonds européens gérant un actif de taille comparable à celui du FRR.*

# L'ORGANISATION DU FRR



Au 1<sup>er</sup> juin 2007

# LES INSTANCES DIRIGEANTES DU FRR

## CONSEIL DE SURVEILLANCE

### Président

Raoul Briet

### 2 membres de l'Assemblée nationale

Yves Bur

(suppléant Pierre Hellier)

Marc Laffineur

(suppléant Jean-Yves Chamard)

### 2 membres du Sénat

Jean-Jacques Jegou

(suppléant Claude Domeizel)

Dominique Leclerc

(suppléant Yves Freville)

### 1 personnalité qualifiée

Jean-Louis Beffa,

**Vice-Président du Conseil de surveillance**

### 5 représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national

#### 1 par la Confédération Générale du Travail

Jean-Christophe Le Duigou

**Vice-Président du Conseil de surveillance**

(suppléant Pierre-Yves Chanu)

#### 1 par la Confédération générale du travail - Force ouvrière

Jean-Jacques Poujade

(suppléant Bernard Devy)

#### 1 par la Confédération française démocratique du travail

Jean-Paul Le Bail

(suppléant Philippe Le Clezio)

#### 1 par la Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni

(suppléant Michel Moise-Mijon)

#### 1 par la Confédération française de l'encadrement - CGC

Solange Morgenstern

(suppléante Danièle Karniewicz)

### 5 représentants des employeurs et travailleurs indépendants (ou suppléants)

#### 3 par le Mouvement des entreprises de France

Jean-René Buisson

(suppléante Catherine Thibier)

Véronique Cazals

(suppléante Agnès Lepinay)

Alain Leclair

(suppléant André Renaudin)

Association française de la gestion financière

**1 par la Confédération générale des PME**

Jean-François Veysset  
(suppléant Georges Tissié)

**1 par l'Union professionnelle artisanale**

Dany Bourdeaux  
(suppléante Berthe Duguey)

**2 représentants du ministre chargé de la Sécurité sociale (ou suppléants) nommés par arrêté du ministre chargé de la Sécurité sociale**

Dominique Libault  
(suppléant Stéphane Seiller)  
Jean-Louis Rey  
(suppléant Franck Le Morvan)

**1 représentant du ministre chargé de l'Économie, des finances et de l'industrie (ou suppléant) nommé par arrêté du ministre chargé de l'Économie, des finances et de l'industrie**

Xavier Musca  
(suppléant Thierry Francq)

**1 représentant du ministre chargé du Budget (ou suppléant) nommés par arrêté du ministre chargé du Budget**

Philippe Josse  
(suppléant Henri Lamotte)

## DIRECTOIRE

**Président**

Augustin de Romanet

**Autre membre**

Antoine de Salins

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

**Président**

Antoine de Salins

Alain Hindié

**Consultant**

René Karsenti

**Président-directeur général de ICMA**

Jean-François Marie\*

**Vice-président de Montpensier Finance**

Alain Robidel

**Directeur associé AC2F Consultants**

*\* Jean-François Marie a remplacé Christopher Nowakowski à compter de septembre 2006.*

# SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

## LES COMPTES 2006

Durant l'exercice 2006, le patrimoine du FRR a fortement progressé en raison de ses résultats financiers (3 milliards d'euros) et des abondements du Fonds (1,5 milliard d'euros). Au 31 décembre 2006, les valeurs mobilières de placement et les disponibilités atteignaient 31,28 milliards d'euros, en hausse de 4,63 milliards d'euros par rapport au 31 décembre 2005. La bonne tenue des actions gérées dans le cadre de son allocation stratégique par le FRR explique cette performance.

## LES FINANCEMENTS EXTERNES

Les ressources prévues par la loi du 19 juillet 2001 ont été stables en 2006 (1,5 milliard d'euros) tout comme en 2005. Elles sont constituées pour l'essentiel des prélèvements sociaux affectés au Fonds. Le total des dotations perçues par le FRR depuis sa création, 20,966 milliards d'euros, représentait 76,33 % des capitaux propres contre 83,52 % l'année précédente. Cette baisse relative confirme que l'activité de gestion financière, particulièrement productive en 2006, a pris une place prépondérante dans le financement du FRR au cours de l'année. La contribution exceptionnelle de 3,06 milliards d'euros versée en 2005 au FRR par la Caisse nationale des industries électriques et gazières a atteint 3,7 milliards d'euros à la clôture de l'exercice 2006. Ces fonds, augmentés chaque année des produits financiers provenant de leur gestion par le FRR, sont inscrits en dettes du Fonds. Elles seront reversées à la Caisse nationale d'assurance vieillesse en 2020.

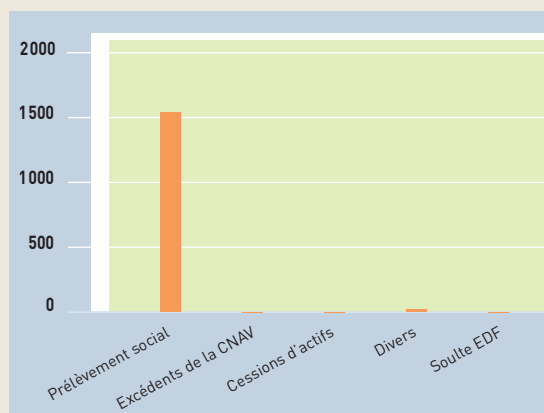
## LES RÉSULTATS DE LA GESTION FINANCIÈRE

Le plan comptable du FRR défini par l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2004 du Conseil national de la comptabilité traite différemment les produits et charges financières réalisés, d'une part, et les plus ou moins-values latentes, d'autre part. Le portefeuille de valeurs mobilières du FRR est exprimé au bilan en valeur de marché. L'ensemble des différences entre le prix d'achat des titres et leur valeur de marché au jour de la clôture de l'exercice constitue les plus ou moins-values latentes qui sont inscrites – déduction faite de la part attribuée à la CNAVTS au titre de la rémunération de la contribution exceptionnelle – au sein des capitaux propres du FRR. Au 31 décembre 2006, les plus-values latentes intégrées aux capitaux propres s'élevaient, pour un portefeuille de valeurs mobilières de 20,77 milliards d'euros, à 2,59 milliards d'euros contre 2,05 milliards d'euros au 31 décembre 2005. Les produits et charges financiers effectivement réalisés sont, quant à eux, comptabilisés au compte de résultat. Cumulant les revenus des valeurs mobilières ainsi que les plus ou moins-values réalisées à l'occasion de cessions, le résultat financier a atteint à 2,201 milliards d'euros contre 785,62 millions d'euros en 2005.

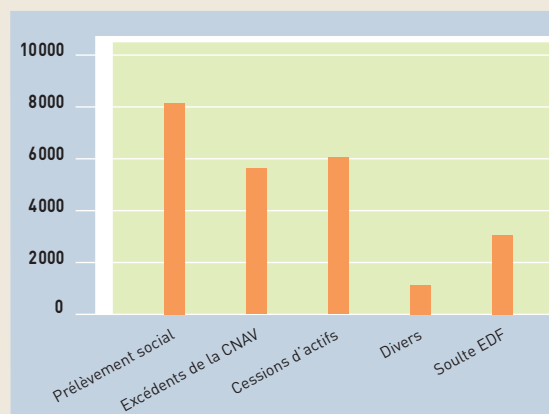
Le cumul des résultats de la gestion financière et des dépenses de fonctionnement (68,3 millions d'euros) a permis d'atteindre un résultat de l'exercice de 2,133 milliards d'euros qui s'est intégré aux capitaux propres du FRR.

Conformément à l'article L.135-12 du Code de la Sécurité sociale, les comptes de l'exercice 2006 ont fait l'objet d'une certification de la part des commissaires aux comptes.

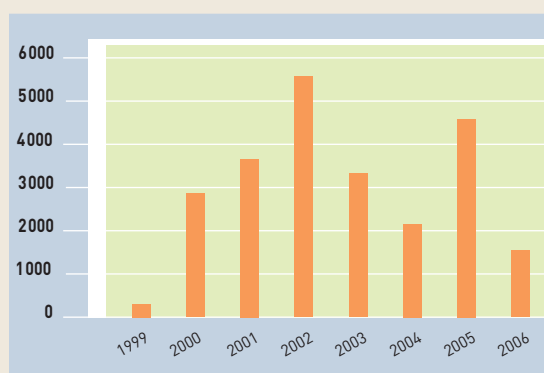
Financements du FRR en 2006 (en millions d'euros)



Nature des financements du FRR cumulés au 31 décembre 2006 (en millions d'euros)



Financements du FRR par année (en millions d'euros)



# BILAN

en euros

## Actif

	31/12/2006	31/12/2005
<b>Immobilisations</b>	<b>5 010 01,73</b>	<b>1 690,28</b>
<b>Créances</b>	<b>8 322 058 561,93</b>	<b>5 202 444 159,95</b>
Dotations affectées au FRR à recevoir	7 023 837,84	2 607 175,98
Créances d'exploitation		91 923,75
Créances liées aux instruments financiers	48 841 691,53	24 220 303,70
Créances liées aux opérations de change	8 242 940 817,51	5 170 335 241,47
Créances liées aux instruments financiers à terme	23 252 215,05	5 189 515,05
<b>Valeurs mobilières</b>	<b>26 080 455 841,53</b>	<b>19 540 213 460,85</b>
Actions	17 134 936 100,06	14 859 006 789,73
Obligations	7 365 747 479,42	4 091 131 600,06
Titres de créances négociables	1 579 589 831,53	590 075 071,06
Capital-investissement	182 430,52	
<b>Disponibilités</b>	<b>5 201 919 851,48</b>	<b>7 118 883 247,53</b>
<b>Charges constatées d'avance</b>	<b>6 975,37</b>	<b>2 837,46</b>
<b>Total actif</b>	<b>39 604 942 232,04</b>	<b>31 861 545 396,07</b>

en euros

## Passif

	31/12/2006	31/12/2005
<b>Capitaux propres</b>	<b>27 465 678 650,35</b>	<b>23 251 188 881,19</b>
Dotations	20 966 500 857,88	19 421 244 676,10
Réserves	1 779 916 957,31	1 054 083 549,67
Écart d'estimation	2 586 003 816,78	2 050 027 247,78
Résultat de l'exercice	2 133 257 018,38	725 833 407,64
<b>Dettes</b>	<b>12 128 928 156,13</b>	<b>8 609 324 617,66</b>
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 700 705 528,28	3 321 990 853,24
Dettes d'exploitation	41 325 764,85	41 099 012,90
Dettes liées aux instruments financiers	236 758 175,87	43 710 784,28
Dettes liées aux opérations de change	8 143 931 411,79	5 198 506 062,35
Dettes liées aux instruments financiers à terme	6 207 275,34	4 017 904,89
<b>Produits constatés d'avance</b>	<b>10 335 425,56</b>	<b>1 031 897,22</b>
<b>Total passif</b>	<b>39 604 942 232,04</b>	<b>31 861 545 396,07</b>



# COMPTE DE RÉSULTAT

en euros

## Charges

	2006	2005
Services extérieurs	67 218 006,19	59 816 767,20
Impôts et taxes	61 653,59	53 991,61
Frais de personnel	626 888,50	572 789,55
Amortissement	339 533,75	982,87
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>68 246 082,03</b>	<b>60 444 531,23</b>
Pertes de change	178 963 988,30	347 071 047,34
Charges sur instruments financiers à terme	88 646 885,22	995 409,08
Charges sur cession de valeurs mobilières	284 333 098,71	129 594 549,80
Autres charges financières	9 509,90	25 629,79
Charges de rémunération de la contribution CNIEG	297 265 732,96	84 343 161,10
<b>Charges financières</b>	<b>849 219 215,09</b>	<b>562 029 797,11</b>
<b>Charges exceptionnelles</b>		<b>216 427,53</b>
<b>Total charges</b>	<b>917 465 297,12</b>	<b>622 690 755,87</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>2 133 257 018,38</b>	<b>725 833 407,64</b>
<b>Total</b>	<b>3 050 722 315,50</b>	<b>1 348 524 163,51</b>

en euros

## Produits

	2006	2005
Revenus des valeurs mobilières	671 262 201,28	355 455 955,68
Gains de change	456 097 578,50	121 025 204,14
Produits sur instruments financiers à terme	185 387 006,41	5 765 636,43
Produits sur cession de valeurs mobilières	1 588 583 256,59	659 247 120,26
Autres produits financiers	149 222 441,47	206 165 418,04
<b>Produits financiers</b>	<b>3 050 552 484,25</b>	<b>1 347 659 334,55</b>
<b>Produits exceptionnels</b>	<b>169 831,25</b>	<b>864 828,96</b>
<b>Total produits</b>	<b>3 050 722 315,50</b>	<b>1 348 524 163,51</b>
<b>Total</b>	<b>3 050 722 315,50</b>	<b>1 348 524 163,51</b>

# ANNEXE AUX COMPTES

## DE L'EXERCICE 2006

### 1. MODIFICATIONS LÉGISLATIVES ET RÉGLEMENTAIRES

La loi de financement pour la Sécurité sociale pour 2007 (JO du 21 décembre 2006) a complété les textes s'appliquant au FRR sur trois points :

- affectation au FRR des avoirs d'assurance vie en déshérence ;
- accès aux appels d'offres de gestion financière du FRR par les établissements de crédit ;
- possibilité pour le FRR de gérer directement des actifs, soit pour préserver la sécurité de ses actifs, soit pour investir dans des organismes de placement collectif.

### 2. RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC. Les conventions générales comptables ont été appliquées dans le respect des principes de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle conformément aux hypothèses de base de continuité d'exploitation, de permanence des méthodes comptables et d'indépendance des exercices.

L'enregistrement des transactions est effectué en date de négociation dans les portefeuilles.

Les transactions sont enregistrées coupons courus et frais exclus du prix de revient, jusqu'au 30 novembre 2006 et frais inclus à compter de cette date conformément à l'avis du CNC du 31 mars 2006. Cette disposition s'applique aux valeurs mobilières de placement. Il est fait application de la règle du PRMP pour le dégagement des plus ou moins-values, à l'exception des « futures », pour lesquels la règle FIFO est retenue.

Les valorisations sont effectuées sur les positions au vendredi soir ou dernier jour ouvré TARGET de la semaine, et le dernier jour ouvré TARGET du mois, par défaut sur la base du cours de clôture de la place de référence de l'émetteur, au cas par cas sur la place principale de cotation.

La comptabilité du FRR étant tenue en euros, la comptabilisation de la valorisation des positions des mandats du FRR en devises correspond à sa contre-valeur calculée avec le taux de change WM/Reuters closing spot rates.

Les positions de change à terme sont valorisées à la fois, par amortissement linéaire du montant de report/déport initial et par la valorisation de la position devise au taux de change WM/Reuters closing spot rates.

Pour les valeurs non cotées, la valorisation s'effectue au prix d'acquisition (ou à la valeur de remboursement pour les obligations non cotées proches de la date de remboursement).

En l'absence de cours au jour de la valorisation, l'évaluation s'effectue sur la base du dernier cours connu ou selon une procédure préétablie en cas de cours ancien.

Pour les produits obligataires, les coupons courus sur transaction ou à l'évaluation sont exprimés par rapport à la date valeur, cette méthode de comptabilisation est liée à la prise en compte des opérations dès la date de négociation.

La valorisation des obligations est effectuée :

- jusqu'au 22 septembre 2006 sur la base des cours contribués ICMA, pour les obligations zone Euro souverain et crédit.

La valorisation des obligations internationales s'effectue sur des cours contribués Merrill Lynch pour les valeurs US, sur les cours cotés pour les valeurs du Royaume-Uni et du Japon.

Concernant les obligations indexées sur l'inflation, la valorisation s'effectue sur la base des cours de clôture, avec application du coefficient d'indexation correspondant, sur les cours cotés pour les valeurs du Royaume-Uni, sur les cours contribués ICMA et Merrill Lynch pour les valeurs de la zone Euro et les valeurs US ;

- depuis le 29 septembre 2006, sur des cours contribués source Bloomberg pour l'ensemble des obligations.

Les BTF et BTAN sont valorisés sur la base du taux publié par la Banque de France, du jour de la valorisation.

Les titres de créance négociables libellés dans une devise autre que l'euro et de maturité résiduelle inférieure à trois mois sont évalués selon la méthode de linéarisation.

Les engagements sur les marchés à terme organisés sont valorisés sur la base du cours de compensation. Les plus ou moins-values latentes sur instruments financiers sont comptabilisées en écart d'estimation et n'affectent pas le résultat du Fonds.

Les plus ou moins-values réalisées sont comptabilisées dans les comptes de charges et de produits.

La rémunération des sociétés de gestion est basée sur une grille tarifaire reposant sur des tranches de montants d'encours auxquels sont attribuées des rémunérations en points de base.

Certains mandats font l'objet d'une rémunération variable en cas de surperformance définie comme l'écart mathématique positif entre la performance du portefeuille et celle de son benchmark.

Les immobilisations corporelles présentes au bilan sont amorties sur une durée de trois ans.

Les immobilisations incorporelles essentiellement liées au droit d'utilisation du logiciel SPIRRIS, inscrites pour la première fois dans les comptes 2006, sont amorties sur cinq ans. Pour l'exercice 2006, la dotation est calculée à compter de la date de première utilisation, soit le 1<sup>er</sup> juillet 2004.

La contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité sociale en date du 20 avril 2005, est comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette.

### 3. PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Afin de permettre une lecture plus facile des états financiers, un certain nombre de regroupements ont été effectués :

#### Bilan

Les différentes rubriques sont présentées en valeurs nettes tenant compte des amortissements pratiqués pour les immobilisations ou des écarts d'estimation pour les actifs et passifs financiers. Les « dotations affectées au FRR à recevoir » représentent le montant des dotations affectées au FRR au titre de l'exercice 2006 non encaissées au 31 décembre 2006 dont le montant est connu lors de l'arrêté des comptes.

Les « créances » et « dettes liées aux instruments financiers » regroupent les opérations sur les valeurs mobilières effectuées par les sociétés d'investissement dont l'encaissement ou le décaissement n'est pas encore intervenu (coupons échus, ventes ou achats en attente de règlement).

Les « créances » et « dettes liées aux opérations de change » regroupent les opérations en instance, qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.

Les « créances » et « dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie).

Les « valeurs mobilières » sont classées en quatre catégories : actions, obligations, titres de créances négociables et fonds d'investissement. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations et titres de créances négociables.

Les « disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euros et en devises (évalués à leurs cours du dernier jour de l'exercice) ainsi que les intérêts courus au titre de la rémunération de ces comptes courants et des comptes à terme. Elles comprennent également au 31 décembre 2006 des valeurs de l'État français (OAT et BTAN) assimilées à des disponibilités compte tenu des caractéristiques des opérations concernées : opérations d'achat-vente convenues dès l'origine dans leur durée (un mois) et leur rémunération. Elles sont valorisées à leur prix de revient, coupon couru inclus et rémunération prorata temporis.

Les « capitaux propres » regroupent :

- les « dotations » correspondant aux abondements reçus par le FRR depuis sa création en 1999 ;
- les « réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le FRR depuis sa création ;
- les « écarts d'estimation » représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs au 31 décembre 2006 ;
- le résultat de l'exercice.

La rubrique « contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

- la contribution versée au FRR par la CNIEG (Caisse nationale des industries électriques et gazières) dans le cadre de l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la CNIEG ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 euros la somme devant être versée

avant le 30 juin 2005 au FRR par la CNIEG ;

- les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêté du 31 janvier 2005 ;
- la quote-part des produits de l'exercice, nets des frais de gestion, correspondant à la rémunération par le FRR de la soulte versée par la CNIEG ;

- les plus ou moins-values latentes correspondant à la quote-part de la soulte dans l'ensemble des plus ou moins-values du FRR au 31 décembre 2006.

L'arrêté au 31 décembre 2006 est comparé aux comptes certifiés au 31 décembre 2005.

## 4. VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

### Portefeuille au 31 décembre 2005 (en euros)

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation*	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	12 687 579 110,16	2 171 427 679,57	0,00	14 859 006 789,73
Obligations	3 951 809 281,20	75 723 400,77	63 598 918,09	4 091 131 600,06
TCN	587 083 442,88	- 1 597 001,95	4 588 630,13	590 075 071,06
<b>Total</b>	<b>17 226 471 834,24</b>	<b>2 245 554 078,39</b>	<b>68 187 548,22</b>	<b>19 540 213 460,85</b>

### Portefeuille au 31 décembre 2006 (en euros)

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation*	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	14 196 979 194,91	2 937 956 905,15		17 134 936 100,06
Obligations	7 434 102 157,20	- 202 657 390,85	131 985 989,24	7 363 430 755,59
TCN	1 581 488 940,01	- 4 628 868,72	1 465 667,13	1 578 325 738,42
Capital investissement	182 585,66	- 155,14		182 430,52
<b>Total</b>	<b>23 212 752 877,78</b>	<b>2 730 670 490,44</b>	<b>133 451 656,37</b>	<b>26 076 875 024,59</b>

\* Écarts d'estimation avant répartition de la quote-part CNIEG.

	31/12/2005	31/12/2006	Évolution
Actions	14 859 006 789,73	17 134 936 100,06	+ 15,31 %
Obligations	4 091 131 600,06	7 363 430 755,59	+ 79,98 %
TCN	590 075 071,06	1 578 325 738,42	+ 167,47 %
Capital investissement	-	182 430,52	n/s
<b>Total</b>	<b>19 540 213 460,85</b>	<b>26 076 875 024,59</b>	<b>+ 33,45 %</b>

## 5. VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2005	31/12/2006
< 1 an	14,25 %	22,03 %
1 à 3 ans	13,02 %	10,84 %
3 à 5 ans	10,80 %	14,13 %
5 à 7 ans	11,93 %	9,36 %
7 à 10 ans	13,79 %	12,89 %
10 à 15 ans	12,55 %	11,12 %
> 15 ans	23,66 %	19,63 %
<b>Total</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

## 6. VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2006
Taux fixe	90,34 %
Taux indexé	9,15 %
Taux variable	0,51 %
<b>Total</b>	<b>100,00 %</b>

## 7. VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION

Devises	Actions	Obligations	TCN <sup>(1)</sup>	LP <sup>(2)</sup>	Total
AUD	198 527 559,32	0,00	0,00	0,00	198 527 559,32
CHF	274 087 971,45	0,00	0,00	0,00	274 087 971,45
DKK	25 749 452,76	0,00	0,00	0,00	25 749 452,76
EUR	11 623 733 230,22	5 372 221 708,46	1 501 764 453,44	0,00	18 497 719 392,12
GBP	835 349 706,99	223 979 860,94	10 603 205,94	0,00	1 069 932 773,87
HKD	99 583 703,78	0,00	0,00	0,00	99 583 703,78
JPY	822 495 922,55	268 964 715,55	0,00	0,00	1 091 460 638,10
NOK	47 734 661,66	8 809 496,71	0,00	0,00	56 544 158,37
NZD	2 349 504,59	0,00	0,00	0,00	2 349 504,59
SEK	101 601 957,60	9 238 210,64	0,00	0,00	110 840 168,24
SGD	55 567 131,29	0,00	0,00	0,00	55 567 131,29
USD	3 048 155 297,85	1 480 216 763,29	55 622 653,48	182 430,52	4 584 177 300,28
<b>Total</b>	<b>17 134 936 100,06</b>	<b>7 363 430 755,59</b>	<b>1 567 990 312,86</b>	<b>182 430,52</b>	<b>26 066 539 599,03</b>

## 8. RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2006

Valeurs mobilières (en euros)	Total
<b>Actions</b>	<b>17 134 936 100,06</b>
Europe zone Euro	11 623 733 230,22
Europe hors zone Euro	1 284 523 750,46
Amérique	3 048 155 297,85
Asie hors Japon	356 027 898,98
Japon	822 495 922,55
<b>Obligations</b>	<b>7 363 430 755,59</b>
Europe zone Euro	5 372 221 708,46
Europe hors zone Euro	242 027 568,29
Amérique	1 480 216 763,29
Japon	268 964 715,55
<b>Titres de créances négociables <sup>(1)</sup></b>	<b>1 567 990 312,86</b>
Europe zone Euro	1 501 764 453,44
Europe hors zone Euro	10 603 205,94
Amérique	55 622 653,48
<b>Fonds d'investissement</b>	<b>182 585,66</b>
Amérique	182 585,66

(1) Valeur nette des intérêts perçus d'avance s'élevant à 10 335 425,56 euros.

(2) Limited Partnership = fonds d'investissement.

## 9. DOTATIONS AFFECTÉES AU FRR À RECEVOIR

	31/12/2006
Consignations prescrites	3 370 000,00
Redevance UMTS troisième génération	2 846 757,00
Épargne salariale	807 080,84
<b>Total</b>	<b>7 023 837,84</b>

## 10. DETTES D'EXPLOITATION

Dettes	31/12/2006	> 1 an	< 1 an
État et organismes sociaux	4 057,65		4 057,65
Autres dettes	41 321 707,20		41 321 707,20
<b>Total</b>	<b>41 325 764,85</b>		<b>41 325 764,85</b>

## 11. CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances liées aux instruments financiers	31/12/2006
Coupons échus à l'encaissement	29 288 526,56
Ventes en attente de règlement	19 553 164,97
<b>Total</b>	<b>48 841 691,53</b>

Créances liées aux opérations de change	31/12/2006
Achats à terme	469 666 592,92
Devises à recevoir à terme	7 752 034 132,16
Devises à recevoir au comptant	9 913 547,13
Déport	11 326 545,30
<b>Total</b>	<b>8 242 940 817,51</b>

Créances liées aux instruments financiers à terme	31/12/2006
Dépôts de garantie	22 359 763,36
Marge à recevoir	892 451,69
<b>Total</b>	<b>23 252 215,05</b>

## 12. DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

### Dettes liées aux instruments financiers

Achats en attente de règlement	236 757 966,41
Autres agios débiteurs	209,46

**Total** **236 758 175,87**

### Dettes liées aux opérations de change

Ventes à terme	7 644 247 701,60
Devises à livrer à terme	484 619 255,73
Devises à livrer au comptant	9 900 821,30
Report	5 163 633,16

**Total** **8 143 931 411,79**

### Dettes liées aux instruments financiers à terme

Marge à régler	6 207 275,34
----------------	--------------

**Total** **6 207 275,34**

## 13. ÉVOLUTION DES CAPITAUX PROPRES

	31/12/2005	31/12/2006	Évolution
Dotations	19 421 244 676,10	20 966 500 857,88	1 545 256 181,78
Réserves	1 054 083 549,67	1 779 916 957,31	725 833 407,64
Écarts d'estimation	2 050 027 247,78	2 586 003 816,78	535 976 569,00
Résultat de l'exercice	725 833 407,64	2 133 257 018,38	1 407 423 610,74
<b>Total</b>	<b>23 251 188 881,19</b>	<b>27 465 678 650,35</b>	<b>4 214 489 769,16</b>

## 14. CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG

### Application de la convention CNAV-FRR

Fonds propres au 30/06/2006	24 182 551 306,94
<b>Abondements 3<sup>e</sup> trimestre 2006</b>	<b>260 362 359,32</b>
Solde CNIEG au 30/06/2006	3 385 484 378,80
	<b>27 828 398 045,06</b>

**Part CNAV au 31/12/2006** **12,17 %**

### Abondements

30/06/2006	19 900 954 789,17	3 <sup>e</sup> trimestre 2006
30/09/2006	20 161 317 148,49	260 362 359,32

Répartition au 31 décembre 2006	30/06/2006	31/12/2006	À répartir
Charges d'exploitation	31 480 076,48	68 246 082,03	36 766 005,55
Résultat financier	1 019 432 148,95	2 498 599 002,12	1 479 166 853,17
Résultat exceptionnel	113 603,90	169 831,25	56 227,35
<b>Résultat global</b>	<b>988 065 676,37</b>	<b>2 430 522 751,34</b>	<b>1 442 457 074,97</b>
Écart d'estimation capital-investissement	0,00	- 155,14	- 155,14
Écart d'estimation change	108 137 285,64	- 33 879 742,25	- 142 017 027,89
Écart d'estimation change à terme	0,00	107 213 758,65	107 213 758,65
Écart d'estimation dérivés	17 315 033,48	6 664 865,47	- 10 650 168,01
Écart d'estimation valeurs mobilières	1 451 655 090,53	2 645 743 055,54	1 194 087 965,01
<b>Écart d'estimation total</b>	<b>1 577 107 409,65</b>	<b>2 725 741 782,27</b>	<b>1 148 634 372,62</b>
Produits financiers et exceptionnels moins charges de fonctionnement			1 442 457 074,97
Pourcentage de répartition			12,17%
<b>À porter au crédit de la CNAV</b>			<b>175 483 183,99</b>
Écart d'estimation			1 148 634 372,62
Pourcentage de répartition			12,17%
<b>À porter au crédit de la CNAV</b>			<b>139 737 965,48</b>
<b>Récapitulation</b>			
Produits financiers moins charges de fonctionnement			175 483 183,99
Écart d'estimation (plus-values latentes)			139 737 965,48
			<b>315 221 149,47</b>
Contribution CNIEG au 30/06/2006			3 385 484 378,80
<b>Total au 31/12/2006</b>			<b>3 700 705 528,28</b>

## 15. DISPONIBILITÉS

Devise	Total
AUD	20 034 330,36
CHF	20 530 413,30
DKK	285 154,66
EUR	4 834 432 482,87
GBP	24 069 017,27
HKD	11 244 923,93
JPY	74 806 849,01
NOK	1 830 097,03
NZD	11 516,57
SEK	953 118,57
SGD	51 932,02
USD	190 925 798,41
<b>Total</b>	<b>5 179 175 634,00*</b>

\* Hors intérêts courus.

Avoirs en devises	344 743 151,13
Intérêts courus sur comptes de disponibilités	26 325 034,42
Avoirs en euros	4 834 432 482,87
<b>Total</b>	<b>5 205 500 668,42</b>



## 16. CHARGES D'EXPLOITATION

Services extérieurs	Montant
Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)	20 689 439,49
Rémunération des sociétés d'investissement	29 640 268,87
Autres services extérieurs	16 888 297,83
dont frais de courtage	15 449 164,40
Impôts et taxes	61 653,59
Personnel	626 888,50
Amortissements	339 533,75
<b>Total</b>	<b>68 246 082,03</b>

## 17. INTÉRÊTS PERÇUS D'AVANCE

Les intérêts perçus d'avance s'élèvent à 10 335 425,56 euros au terme de l'exercice. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains TCN (BTF, CDN).

## 18. ENGAGEMENTS HORS BILAN

### Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

#### Futures sur indices

##### Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
AP0307	SYD FUTURE SPI2 0307	AUD	1 297	5 646,00	109 427 106,99
EMD0307	CHI FUTURE SPI4 0307	USD	5 492	811,30	337 895 544,70
FCE0307	Mar CAC40 0307	EUR	11 310	5 581,00	631 211 100,00
FESX0307	EUR DJ EURO STO 0307	EUR	93	4 157,00	386 6010,00
FSMI0307	EUR FUTURE SMI 0307	CHF	612	8 777,00	33 370 757,62
HSI0107	MAR HANG SENG I 0107	HKD	700	20 018,00	68 317 821,26
SP0307	CHI SP500 0307	USD	2 323	1 428,40	629 085 276,63
TP0307	TOK TOPIX 0307	JPY	3 479	1 682,50	372 535 500,42
Z0307	LIF FTSE100 0307	GBP	1 100	6 216,00	101 485 714,29
<b>Futures sur indices</b>					<b>2 287 194 831,91</b>

##### Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
FESX0307	EUR DJ EURO STO 0307	EUR	5 125	4 157,00	213 046 250,00
<b>Futures sur indices</b>					<b>213 046 250,00</b>

#### Futures sur taux

##### Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0307	EUR EURO BUND F 0307	EUR	3 199	116,03	371 179 970,00
FGBM0307	EUR EURO BOBL F 0307	EUR	3 397	108,82	369 661 540,00
FGBS0307	EUR EURO SCHATZ 0307	EUR	2 632	103,47	272 319 880,00
FGBX0307	EUR FUTURE EURO 0307	EUR	1 827	98,40	179 776 800,00
<b>Futures sur taux</b>					<b>1 192 938 190,00</b>

## Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0307	EUR EURO BUND F 0307	EUR	279	116,03	32372370,00
JGB0307	TOK JPN 10Y BON 0307	JPY	55	134,05	46923205,30
R0307	LIF GILT FUTURE 0307	GBP	149	108,13	23912979,59
TY0307	CBO T NOTE US 1 0307	USD	1812	107,47	147676316,69
<b>Futures sur taux</b>					<b>250 884 871,58</b>

## Contrats de change à terme

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	220504394,54	2,84	22488261,29	4,64
CHF	276634542,87	3,57	9499161,33	1,96
DKK	22293198,41	0,29	223535,00	0,05
GBP	1023294679,22	13,20	31187738,39	6,44
HKD	101604558,44	1,31	0,00	0,00
JPY	1228363937,65	15,85	108994139,00	22,49
NOK	47535017,77	0,61	0,00	0,00
NZD	2565702,89	0,03	479609,58	0,10
SEK	97636934,02	1,26	118628,68	0,02
SGD	49272114,97	0,64	0,00	0,00
USD	4682329049,70	60,40	311628182,33	64,30
<b>Total</b>	<b>7752034130,48</b>	<b>100,00</b>	<b>484619255,60</b>	<b>100,00</b>

## Autres engagements

### Fonds d'investissement

Par un marché notifié le 30 novembre 2006 à Axa Investment Managers Private Equity Europe, le FRR a souscrit un engagement de 150 millions d'euros dans un fonds d'investissement ASF IV géré par Axa IM Private Equity Europe.

La devise du programme d'investissement est le dollar US. La contre-valeur en dollars US du montant de l'engagement, définie au jour de la notification du mandat et arrondie au million de dollars supérieur, s'élève à 198 millions.

L'engagement du FRR dans ce fonds sera appelé dans un délai de 5 ans à compter de la date de clôture finale des souscriptions dans le fonds ASF IV, cette date étant prévue en avril 2007.

Au titre de 2006, le FRR a versé 182 585,66 euros correspondant, d'une part, à la part en capital de son engagement, soit 0,12% de l'engagement, et, d'autre part, aux intérêts de retard intermédiaires dus entre la date de la première clôture et la date de souscription par le FRR dans le fonds.

### Frais de gestion – Commission de surperformance 30% variable

Certains mandats de gestion du FRR prévoient des commissions de surperformance déterminées au terme de chaque contrat pour la totalité de la période concernée.

Dans la mesure où la performance réelle ne sera connue qu'à l'échéance du mandat, et où la probabilité de versement n'est pas suffisante à la date d'arrêt, les 30% applicables à la surperformance ne seront comptabilisés qu'à l'échéance pour chaque mandat concerné.

Au 31 décembre 2006, le montant relatif aux 30% applicables à la commission variable s'élève à 2363028 euros.

## Compléments d'information

Opérations sur les marchés à terme

### Titres déposés en garantie

Libellé	Libellé valeur	Quantité	Valeur boursière
FR0107674006	BTAN 2,5 % 12/07/10	5 000 000	4 829 745,34
FR01083554731	BTF 18/01/07	120 000 000	119 766 662,10
GB00B14J0R67	GBR Treasury Bill 26/02/07	7 200 000	10 603 205,94
US912795YP08	USA Treasury Bill 18/01/07	19 000 000	14 376 326,55
US912795YY15	USA Treasury Bill 22/03/07	40 000 000	29 997 328,33

### Espèces déposées en garantie

Codes devises	Montant
AUD	3 876 270,17
EUR	2 228 565,00
HKD	4 052 723,18
JPY	12 064 185,07
USD	138 019,94
<b>Total</b>	<b>22 359 763,36</b>

## 20. RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES

	2004	2005	31/12/2006
Résultats de l'exercice	342 220 676,78	725 833 407,64	2 133 257 018,38

# RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2006

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2006 sur :

- le contrôle des comptes annuels du Fonds de réserve pour les retraites, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- les vérifications spécifiques et les informations prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été établis par le Directoire. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

## **Opinion sur les comptes annuels**

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après. Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes

comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine du Fonds à la fin de cet exercice.

## **Justification des appréciations**

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code du commerce, relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

Dans le cadre de notre appréciation des principes comptables suivis par le Fonds et décrits dans la note « Règles et méthodes comptables utilisées » de l'annexe, nous avons notamment vérifié la correcte application des méthodes d'évaluation retenues pour les instruments financiers en portefeuille. Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion, exprimée dans la première partie de ce rapport.

## **Vérifications et informations spécifiques**

Nous avons également procédé, conformément aux normes professionnelles applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans les documents adressés au Conseil de surveillance sur la situation financière et les comptes annuels.

Fait à Paris et Paris-La Défense, le 1<sup>er</sup> mars 2007

Constantin Associés  
Françoise Constant, Associé

KPMG Audit, Département de KPMG SA  
Isabelle Bousquié, Associé

# SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR<sup>(1)</sup> AU 31 DÉCEMBRE 2006

## **Actions larges capitalisations zone Euro, gestion passive**

Taille indicative initiale d'un mandat :

1 milliard d'euros pour une durée de trois ans

- Barclays Global Investors Limited
- Crédit Agricole Asset Management
- Vanguard Investments Europe SA

## **Actions petites et moyennes capitalisations zone Euro, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

200 millions d'euros pour une durée de cinq ans

- AXA Investment Managers Paris  
(AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Crédit Agricole Asset Management
- HSBC Investments (France)\*
- Société Générale Asset Management

## **Actions larges capitalisations zone Euro, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

620 millions d'euros pour une durée de quatre ans

- AXA Investment Managers Paris  
(AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Capital International Limited
- Groupama Asset Management
- Lombard OdierDarier Hentch

## **Actions européennes hors zone Euro, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

240 millions d'euros pour une durée de quatre ans

- AXA Investment Managers Paris  
(AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Schroders Investment Management Ltd
- Invesco Asset Management\*

## **Actions paneuropéennes moyennes et larges capitalisations, gestion active socialement responsable**

- AGF Asset Management
- Dexia Asset Management
- Morley Fund Management
- Pictet Asset Management
- Sarasin Expertise Asset Management

## **Actions larges capitalisations États-Unis, gestion passive**

Taille indicative initiale d'un mandat :

640 millions d'euros pour une durée de trois ans

- Barclays Global Investors Limited\*
- Vanguard Investments Europe SA

## **Actions larges capitalisations États-Unis style « valeur », gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

460 millions d'euros pour une durée de quatre ans

- DWS Investments
- Robeco Institutional Asset Management  
(Boston Partners Asset Management LLC)

## **Actions larges capitalisations États-Unis style « croissance », gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

460 millions d'euros pour une durée de quatre ans

- AGF Asset Management  
(RCM Capital Management LLC)
- Goldman Sachs Asset Management\*

*(1) Est indiqué entre parenthèses le nom de l'entité qui assurera, par délégation de l'entité contractante, la gestion financière du mandat lorsque sa raison sociale est différente de celle de l'entité contractante.*

*\* Mandat stand-by : le FRR se réserve la possibilité d'abonder ce mandat en tant que de besoin, notamment par souci de dispersion des risques ou d'indisponibilité d'un ou plusieurs titulaires d'un mandat du même lot.*

**Actions du Bassin Pacifique y compris Japon hors pays émergents, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

**240 millions d'euros pour une durée de quatre ans**

- Capital International Limited
- Morgan Stanley Investment Management
- Nomura Asset Management UK Ltd

**Obligations souverains et crédit zone Euro, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

**960 millions d'euros pour une durée de quatre ans**

- AGF Asset Management
- AXA Investment Managers Paris
- BNP Paribas Asset Management SA
- IXIS Asset Management SA
- Crédit Agricole Asset Management\*
- HSBC Investments (France)
- Robeco Institutional Asset Management

**Obligations internationales indexées sur l'inflation**

Taille indicative initiale d'un mandat :

**480 millions d'euros pour une durée de quatre ans**

- AXA Investment Managers Paris\*
- F & C Management Ltd

**Obligations internationales non libellées en euros souverains et crédit, gestion active**

Taille indicative initiale d'un mandat :

**480 millions d'euros pour une durée de quatre ans**

- Capital International Limited\*
- IXIS Asset Management SA (Loomis, Sayles & Company, L.P.)
- Aberdeen Fund Management

**Gestion Overlay tactique et couverture du risque de change**

State Street Global Advisors

Imprimé en France dans le respect de l'environnement sur du papier entièrement biodégradable et recyclable  
(pure cellulose écologique ECF et fibres recyclées sélectionnées preconsumer).

Photos : Rapho/Pascal Dolémieux, Caisse des dépôts/Jean-Marc Pettina.

Création et réalisation :  **EURO RSCG C&O**



84, rue de Lille – 75007 Paris  
Tél. : 33 (0) 1 58 50 99 86 – [www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)