

# Rapport annuel 2003



*“Aujourd’hui pour demain”*

**FRR**

*Fonds de réserve pour les retraites*

---

# Sommaire

## Rapport annuel 2003

|  |         |
|--|---------|
| Message du Président du Conseil de Surveillance<br>et du Président du Directoire | page 04 |
| Le FRR, acteur du financement à long terme des retraites                         | page 07 |
| Instances dirigeantes et gouvernance   | page 13 |
| La stratégie financière  | page 20 |
| Le processus de sélection des gérants  | page 35 |
| L'organisation du Fonds et sa gestion en 2003                                    | page 39 |
| Les chantiers en cours ou à venir  | page 45 |



**Raoul Briet**  
Président du Conseil de Surveillance

## **Message du Président du Conseil de Surveillance et du Président du Directoire**

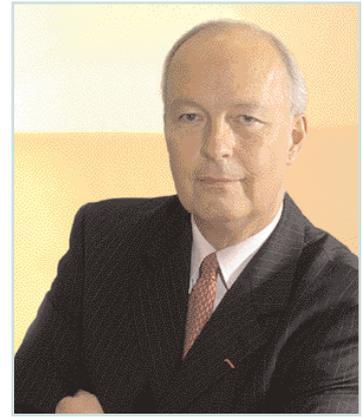
Institué par le législateur en 2001 en vue de contribuer au financement à long terme du système français de retraites par répartition, le FRR a vu sa mise en place effective démarrer en 2003.

Si cette première année ne pouvait être, sur le strict plan de la gestion financière, qu'une année de transition, elle a été celle de choix de principes déterminants pour le devenir du Fonds. Tant en matière de stratégie financière d'ensemble, de mise en place du processus de sélection des sociétés appelées à gérer ses actifs ou encore d'organisation interne, des orientations majeures ont été arrêtées et leur mise en œuvre engagée dans des délais rapides.

En avril 2003, les orientations générales de la politique de placement ont été fixées. Elles reposent sur une répartition "cible" des actifs de 55 % pour les actions et 45 % pour les obligations et utilisent en totalité les possibilités offertes par les textes en termes de diversification géographique (25% hors zone euro). Cette allocation a été ensuite déclinée dans une structure de portefeuille comportant douze classes d'actifs différentes et correspondant à 39 mandats.

En juillet 2003, a été lancé un appel d'offres international pour la gestion d'actifs, exceptionnel de par son ampleur puisqu'il portait sur 16 milliards d'euros, montant correspondant aux ressources accumulées par le Fonds à la fin 2003. Le nombre et la qualité des sociétés ayant fait acte de candidature ont provoqué une charge de travail d'autant plus conséquente que le Directoire, aidé par un Comité de sélection des gérants composé d'experts reconnus, a tenu à ce que chaque étape de la procédure dictée par les directives européennes et le Code des marchés publics respecte le plus grand degré d'exigence en termes de transparence et de respect de l'égalité de traitement des candidats.

Cette première année a également été consacrée à la construction du socle organisationnel du Fonds. Les équipes du FRR se sont en effet attachées, sous l'autorité du Directoire, à la mise en place des structures de fonctionnement de l'établissement et des systèmes d'information adaptés aux spécificités du Fonds, garants de la sécurisation des filières d'administration de fonds et de contrôle des risques. Le Fonds de réserve s'appuie dans ce domaine sur l'expérience de teneur de compte et de conservateur de la Caisse des dépôts, dans le cadre de la mission de gestion administrative du FRR exercée par cette dernière.



**Francis Mayer**  
Président du Directoire

A travers ces choix, commencent à se dessiner les grands traits de l'identité que le Conseil de Surveillance et le Directoire, chacun dans le cadre de ses prérogatives, entendent conférer à ce nouvel acteur.

Le FRR se doit d'agir comme un investisseur de long terme, au service de la pérennité du système français de retraites, soucieux d'obtenir le meilleur arbitrage possible entre la recherche du rendement financier des ressources qui lui sont confiées par la collectivité nationale et la maîtrise du risque propre à chaque classe d'actifs. Le Fonds pourra tirer à cette fin pleinement parti des possibilités de diversification de ses placements qui existent et, en même temps, il pourra participer au mouvement d'ensemble qui cherche à promouvoir l'investissement socialement responsable à travers notamment un exercice actif de ses droits de vote.

Il se doit également d'être un investisseur institutionnel de référence, innovant et exigeant, soucieux d'établir un partenariat de long terme avec les intermédiaires financiers tout en contenant ses coûts au niveau des institutions étrangères comparables les plus performantes. La transparence et le professionnalisme des décisions des instances du FRR sont les meilleurs moyens de défendre les intérêts des mandants du Fonds, c'est-à-dire les futurs retraités.

L'année 2004, avec l'attribution des mandats de gestion puis leur activation progressive en fonction de la situation des marchés au second trimestre, verra le démarrage de l'activité opérationnelle du Fonds. En même temps sera poursuivie sa réflexion sur la diversification de ses placements (capital risque, "poche" spécifique dédiée à l'ISR,... ) et les modalités d'exercice de la politique des droits de vote (mise au point du référentiel qui devra être appliqué par les sociétés de gestion) dont le Conseil de Surveillance a défini le cadre dans sa délibération de juillet 2003 et pour laquelle le Directoire s'efforcera de prendre en compte dans ses propositions les meilleures pratiques des autres investisseurs institutionnels français et étrangers.

Autant de défis à relever et en même temps d'occasions offertes aux équipes d'exercer leur professionnalisme, et au nouveau venu dans le paysage institutionnel français et européen qu'est le FRR d'affirmer son identité.

  
**Raoul Briet**  
Président du Conseil de Surveillance

  
**Francis Mayer**  
Président du Directoire

# Juillet 2004

## Conseil de Surveillance

*Président*

**Raoul BRIET**

*Vice-Président*

**Jean-Louis BEFFA**

Président Directeur Général  
du Groupe Saint-Gobain

*Vice-Président*

**Jean-Christophe LE DUIGOU**

Représentant de la CGT

*Autres membres du Conseil*

**Yves BUR**

Député

**Marc LAFFINEUR**

Député

**Adrien GOUTEYRON**

Sénateur

**Dominique LECLERC**

Sénateur

**Jean-Pierre JOUYET**

Représentant du ministre  
chargé de l'économie

**Pierre-Mathieu DUHAMEL**

Représentant du ministre  
chargé du budget

**Dominique LIBAULT**

Représentant du ministre  
chargé de la Sécurité sociale

**Pierre RICORDEAU**

Représentant du ministre  
chargé de la Sécurité sociale

**Bernard CARON**

Représentant du MEDEF

**Alain LECLAIR**

Représentant du MEDEF

**Guillaume SARKOZY**

Représentant du MEDEF

**Dany BOURDEAUX**

Représentante de l'UPA

**Jean-François VEYSSET**

Représentant de la CGPME

**Jean-Paul LE BAIL**

Représentant de la CFDT

**Solange MORGENSTERN**

Représentant de la CFE-CGC

**Jean-Jacques POUJADE**

Représentant de la CGT-FO

**Isabelle SANCERNI**

Représentante de la CFTC

## Directoire

*Président*

**Francis MAYER**

*Autres membres*

**Antoine de SALINS**

**Philippe MOST**

## Comité de Sélection des Gérants

*Président*

**Antoine DE SALINS**

**Alain HINDIE**

Consultant

**René KARSENTI**

Directeur Général des Finances BEI

**Christopher NOWAKOWSKI**

Consultant international

**Alain ROBIDEL**

Directeur associé AC2F Consultants

**Le FRR,  
acteur du financement  
des retraites**

## Le FRR, 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 2 mois par an.

En 2001, le Conseil d'Orientation pour les Retraites avait ainsi estimé sur la base de la législation applicable à l'époque (soit sans prise en compte des effets de la réforme introduite par la récente loi du 21 août 2003), que le besoin de financement de l'ensemble des régimes obligatoires de retraite pouvait être estimé à environ 2 points de PIB à l'horizon 2020 et le double, soit 4 points, à l'horizon 2040. Il avait également mis en évidence que les calendriers d'apparition des déficits prévisionnels variaient assez significativement selon les régimes et que, s'agissant du régime de base des salariés du secteur privé qui est le plus important d'entre eux, les déséquilibres financiers s'accroissent très fortement entre 2020 et 2040 (11 milliards d'euros en 2020, près de 37 milliards en euros constants en 2040).

La mise en place du Fonds de réserve pour les retraites - FRR - décidée en 1999 s'inscrit directement dans cette perspective d'ensemble et ce calendrier. Il s'agit de mettre en réserve, et de faire fructifier d'ici 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.

## Qu'est-ce qu'un fonds de réserve ?

Un fonds de réserve se définit comme une accumulation de réserves, capitalisées au sein ou au bénéfice d'un régime de retraite par répartition. Ceci équivaut à organiser un préfinancement collectif d'une partie des engagements futurs du régime. Le fonds de réserve repose sur une technique de répartition pluriannuelle distinguant des phases successives d'accumulation et d'utilisation des réserves de sorte que le régime soit globalement équilibré sur plusieurs dizaines d'années.

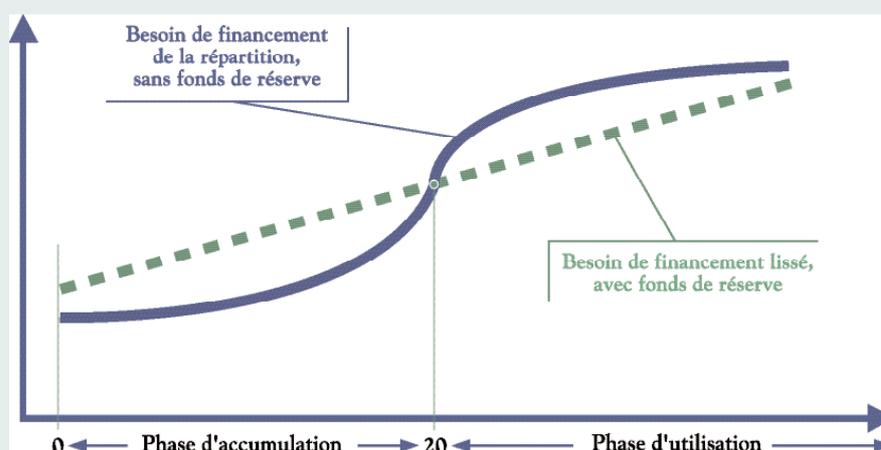
### Trois types de fonds de réserve existent :

- le fonds de précaution, ou fonds de trésorerie : les réserves existantes, qui correspondent à quelques mois de dépenses, sont utilisées pour compenser l'impact du cycle économique sur les soldes finan-

ciers. Les réserves sont équivalentes à de la trésorerie destinée à couvrir les besoins de financement temporaires en période de basse conjoncture.

- le fonds de lissage : il est destiné à organiser un transfert d'épargne pour préfinancer une partie des charges induites par l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby boom. Ce préfinancement permet d'atténuer l'ampleur des futures hausses de cotisations. Ce type de fonds est temporaire (voir graphique ci-dessous).

- le fonds permanent : il permet au régime de compléter ses recettes courantes tirées des cotisations sociales par les produits financiers encaissés. Il constitue un patrimoine de rapport (notamment immobilier). Ce type de fonds est similaire à un troisième financeur aux côtés des employeurs et des salariés.



## 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 retraite 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 retraite 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 Etats, 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.

Les deux expériences nationales succinctement retracées ci-après – la première ancienne, la seconde très récente - montrent la diversité des systèmes mis en place, qu'il s'agisse des objectifs assignés aux fonds, des montants et de la nature des ressources financières affectées ou des règles de gestion financière retenues. Ils mettent aussi en évidence que, quelles que soient les spécificités nationales, la création de ces structures est toujours fondée sur le concept de solidarité intergénérationnelle.

## Le Norwegian Government Petroleum Fund

Important pays exportateur de pétrole et de gaz, la Norvège bénéficie d'abondantes recettes financières tirées de cette exploitation. La perspective de revenus du pétrole décroissants a toutefois conduit les autorités norvégiennes à créer en 1990 le «Norwegian Government Petroleum Fund» (NGPF). Le Fonds vise à lisser l'utilisation des recettes sur une longue période, en privilégiant à court terme un objectif de stabilisation, afin d'éviter de répercuter à l'ensemble de l'économie les fluctuations des recettes pétrolières et, à long terme, un objectif de gestion des ressources naturelles non renouvelables, pour ne pas consommer immédiatement les recettes temporaires et permettre le transfert aux générations futures du produit financier de l'exploitation actuelle des ressources. Cette seconde perspective autorise une allocation du portefeuille dans des actifs plus risqués mais à plus fort rendement.

La création du NGPF résulte d'un vote du Parlement norvégien en 1990. Ses ressources proviennent du transfert de recettes fiscales nettes tirées des activités pétrolières (montant fixé chaque année lors de l'établissement du budget de l'État) auxquelles s'ajoutent les revenus des placements financiers. Le Ministère des Finances norvégien est en charge de la gestion du Fonds, mais la responsabilité de la gestion opérationnelle est déléguée à la Banque centrale de Norvège (Norges Bank).

Le NGPF est conçu comme un instrument de la politique budgétaire destiné à rendre totalement transparente l'utilisation des revenus du pétrole. La loi ne prévoit en effet son abondement qu'en cas de surplus du budget global de l'État (ceci explique que les premiers transferts au NGPF n'ont eu lieu qu'à partir de 1995).

Un principe d'allocation géographique d'investissement a été retenu, en raison notamment de l'étroitesse du marché financier norvégien qui empêche la diversification des risques. Les réserves sont donc investies exclusivement à l'étranger. Le montant des actifs gérés au 31 décembre 2003 est de 845,3 milliards de couronnes (100,6 milliards d'euros). L'allocation d'actifs est la suivante :

- 40% actions (50% Europe – 50% reste du monde)
- 60% obligations (35% Amérique – 55% Europe – 10% Asie/Océanie).

## Le National Pensions Reserve Fund irlandais

En raison de sa démographie et de ses performances économiques, l'Irlande devrait disposer des deux prochaines décennies pour se préparer à faire face aux coûts du vieillissement. C'est dans ce contexte que le gouvernement irlandais a adopté en 1999 une législation temporaire créant le "National Pensions Reserve Fund" (NPRF), officiellement mis en place en avril 2001. Doté initialement du produit de la privatisation de Irish Telecom et de la vente des licences UMTS, il est abondé annuellement de l'équivalent d'un point de PIB (soit environ 1 Md d'euros). Le Parlement peut décider de versements additionnels occasionnels. Le Fonds ne pourra être utilisé qu'après 2025 pour contribuer au financement des retraites. La gestion de ce fonds a été confiée, pour une période de 10 ans, à l'Agence du Trésor chargée de la gestion de la dette publique.

Une Commission indépendante ("National Pensions Reserve Fund Commission") est chargée du contrôle et de la gestion administrative du Fonds, du choix et de la mise en oeuvre de la stratégie d'investissement. La Commission détermine l'allocation d'actifs et établit les indices de référence (*benchmarks*) appropriés pour apprécier la performance globale du Fonds et la performance des différentes classes d'actifs. Le NPRF ne peut être investi en obligations émises par l'État irlandais. Les autres fonctions de la Commission concernent l'autorisation de versements par le Fonds, l'établissement d'un budget administratif annuel, la possibilité de diligenter des évaluations indépendantes des actifs du Fonds et des expertises des projections financières des régimes de retraite.

Le NPRF a l'ambition de disposer de 41 Mds d'euros et d'abonder le système de retraite à hauteur de 1% du PIB à partir de 2025. Il devrait alors représenter 36% du PIB. Le montant des actifs gérés au 31 décembre 2003 s'élève à 9,6 Mds d'euros. L'allocation d'actifs est la suivante : 80% en actions et 20% en obligations.

## Le FRR, ses ressources et les régimes bénéficiaires

Créé par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999, le FRR a vu le jour sous la forme d'une section comptable spécifique au sein du Fonds de solidarité vieillesse (FSV).

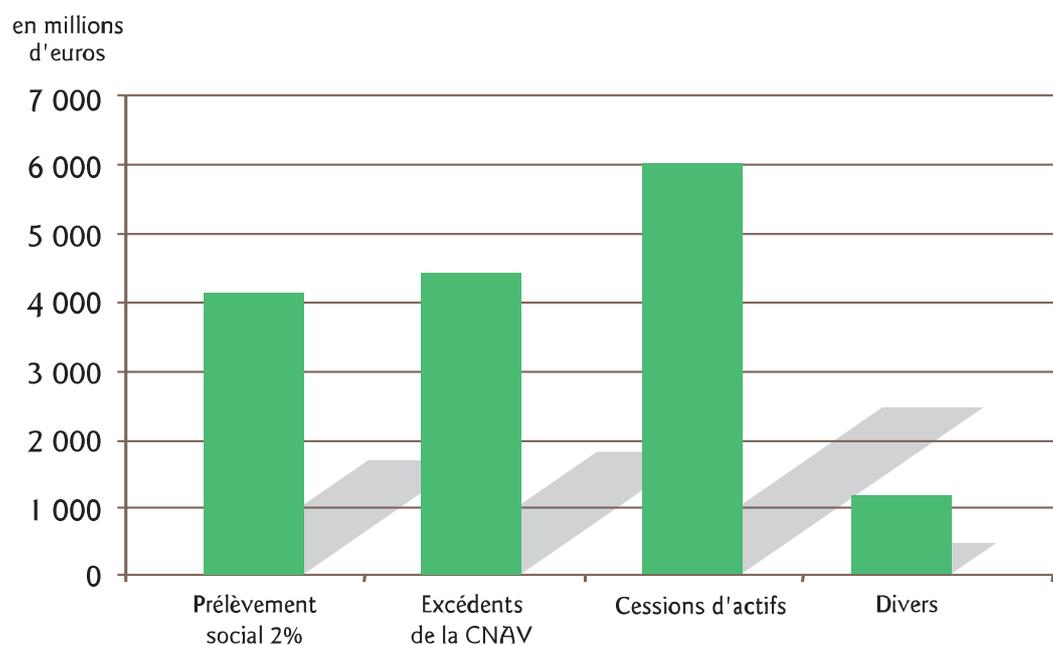
La loi du 17 juillet 2001 en fait un établissement autonome. Cette réforme est rendue nécessaire par la mission assurée par le Fonds et l'importance des sommes qui lui sont confiées en gestion. A cette occasion, il prend officiellement le nom de « Fonds de réserve pour les retraites », établissement public de l'Etat à caractère administratif placé sous la double tutelle du ministre chargé de la sécurité sociale et du ministre chargé de l'économie et du budget par le décret du 19 décembre 2001.

Le Fonds a pour mission de gérer les sommes qui lui sont affectées en les mettant en réserve jusqu'en 2020 afin de contribuer à la pérennité des régimes obligatoires d'assurance vieillesse (le régime général, CNAVTS) et des régimes alignés des salariés agricoles (ORGANIC) et des artisans (CANCAVA).

Le FRR, dont les réserves s'élevaient à 16,45 milliards d'euros au 31 décembre 2003, perçoit, en vertu de la loi de 2001, différents types de dotations que l'on peut regrouper en quatre catégories :

- une part du prélèvement social de 2% sur les revenus du patrimoine et de placement
- les excédents de la Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV)
- le produit de cessions d'actifs (privatisations, cession des parts de Caisses d'épargne, produit de la vente des licences UMTS,...)
- dotations de natures diverses.

### Nature des dotations du FRR cumulées au 31 décembre 2003



# Instances dirigeantes et gouvernance

Compte tenu de ses missions et des volumes de fonds gérés, les structures du FRR ont été établies de manière à assurer :

- son indépendance, au travers de son statut et de l'affectation de ses réserves à son objectif unique de consolidation des retraites par répartition à l'horizon 2020
- sa transparence, la nature de ses ressources exigeant que ses orientations stratégiques et ses comptes soient régulièrement rendus publics. La sélection des sociétés en charge de la gestion sous mandats des actifs du Fonds s'opère par ailleurs selon les procédures du Code des marchés publics
- l'association des partenaires sociaux et des parlementaires au fonctionnement du FRR, au travers du Conseil de Surveillance.

## Les instances dirigeantes

Le FRR présente l'originalité d'être le premier établissement public doté d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire. Cette organisation vise à dissocier clairement la fonction exécutive de la fonction d'orientation et de contrôle. *"Le législateur a initié un mécanisme que l'on pourrait résumer par la formule suivante : le Directoire sera le pouvoir exécutif du Fonds de réserve, vous en constituerez le Parlement"* déclarait ainsi le ministre François Fillon, dans son discours du 27 novembre 2002 prononcé lors de l'installation du Conseil de Surveillance du FRR.



*De gauche à droite :  
Jean-Louis Beffa, Raoul Briet  
et Jean-Christophe Le Duigou*

Le Conseil de Surveillance est constitué de parlementaires, de partenaires sociaux, de représentants des ministères de tutelle (ministère des affaires sociales et ministère de l'économie, des finances et de l'industrie) et de personnalités qualifiées dans les domaines relevant des missions du Fonds. Il compte vingt membres et doit se réunir au moins deux fois par an. Il a tenu six réunions depuis sa mise en place fin 2002.

## Le Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance a les responsabilités suivantes :

- il fixe, sur proposition du Directoire, les orientations générales de la politique de placement des actifs du Fonds en respectant l'objectif et l'horizon d'utilisation des ressources du Fonds et les principes de prudence et de répartition des risques ;
- il désigne les commissaires aux comptes ;
- il contrôle les résultats du Fonds ;
- il approuve les comptes annuels ;
- il établit un rapport annuel public sur la gestion du Fonds.

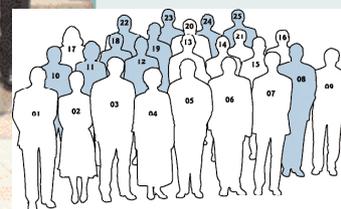
La composition du Conseil de Surveillance est fixée par un décret en Conseil d'Etat. Les 20 membres sont choisis parmi :

- les parlementaires (2 représentants de l'Assemblée Nationale, 2 représentants du Sénat) ;
- les représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national (5 membres) ;
- les représentants des employeurs et travailleurs indépendants désignés par les organisations professionnelles d'employeurs et de travailleurs indépendants représentatives (5 membres) ;
- les représentants de l'Etat (4 membres dont 1 du ministère de l'économie, 1 du ministère du budget et 2 du ministère chargé de la Sécurité sociale) ;
- des personnalités qualifiées issues de domaines relevant des missions du FRR (2 personnes).

Le Président du Conseil de Surveillance du FRR est nommé par décret parmi ses membres. Depuis le 23 octobre 2002, M. Raoul Briet assure la fonction de Président du Conseil. M. Jean-Louis Beffa, Président-Directeur-Général de Saint-Gobain et M. Jean-Christophe Le Duigou, Secrétaire de la CGT, en sont les Vice-Présidents.



Les membres du Conseil de Surveillance sont représentés ci-dessous en blanc :



**Membres du Conseil de Surveillance** : 01 : Alain Leclair - 02 : Isabelle Sancerni - 03 : Marc Laffineur - 04 : Solange Morgenstern  
05 : Jean-Jacques Poujade - 06 : Jean-Louis Beffa - 07 : Raoul Briet - 09 : Yves Bur - 13 : Jean-Christophe Le Duigou - 14 : Bernard Caron  
15 : Thierry Francq - 16 : Jean Bensaïd - 17 : Jean-Paul Le Bail - 20 : Georges Tissié - 21 : Jean-Louis Rey.

**Membres du Directoire** : 08 : Francis Mayer - 23 : Antoine de Salins - 24 : Philippe Most.

**Equipe FRR** : 10 : Jean-Louis Nakamura - 11 : Maria Rucli - 12 : Bruno Veccia - 18 : Edith Jousseau.

**Contrôle d'État** : 19 : Pierre Bertinotti - 22 : Guy de Monchy.

**Directeur Caisse des dépôts et consignations (Direction des retraites)** : 25 : Jérôme Gallot.

**Membres du Conseil de Surveillance non présents sur la photo** : Dany Bourdeaux, Adrien Gouteyron, Dominique Leclerc, Guillaume Sarkozy et Pierre Ricordeau.

Le Directoire assure la direction de l'établissement et exerce les compétences nécessaires à son bon fonctionnement. Il met en œuvre les orientations de la politique de placement, en contrôlant le respect de celles-ci. Il rend compte régulièrement de sa gestion au Conseil de Surveillance, en retraçant notamment la manière dont les orientations de la politique de placement ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques. Il est composé de trois personnes et est présidé par le Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations.

## Le Directoire

*Le Directoire dirige l'établissement public et est responsable de sa gestion. Il est notamment chargé :*

- d'établir les cahiers des charges des appels d'offres ;
- de nommer les personnalités qualifiées, membres du Comité de sélection des gérants ;
- de sélectionner les entreprises assurant la gestion de portefeuille pour compte de tiers ;
- de conclure au nom du Fonds toute convention et d'en contrôler le respect ;
- d'établir le budget de gestion administrative et de gestion technique du Fonds. La gestion administrative est exercée sous son autorité ;
- d'exécuter le budget du FRR ;
- de soumettre le compte financier du Fonds au Conseil de Surveillance ;
- de recruter le personnel de l'établissement. Le Directoire a autorité sur lui ;
- d'élaborer le règlement intérieur du Fonds (à l'exception des dispositions portant sur le fonctionnement du Conseil de Surveillance).

*Dans le cadre de la mise en œuvre des mesures nécessaires à la gestion du Fonds, le Directoire peut, si les circonstances l'exigent, s'écarter des dernières orientations fixées par le Conseil de Surveillance afin de renforcer la sécurité des placements du Fonds. Il informe alors le Conseil de Surveillance des décisions prises.*



*De gauche à droite :  
Philippe Most, Francis Mayer  
et Antoine de Salins*

## Les contrôles

Le FRR est doté d'un agent comptable. Celui-ci est responsable de la tenue de la comptabilité du Fonds, ainsi que de la conservation des pièces justificatives et des documents comptables. Il prend en charge, après ordonnancement par l'ordonnateur, les titres correspondants aux dépenses et recettes du Fonds. Il établit un rapport annuel sur les comptes de l'exercice. Le Fonds est soumis au contrôle financier de l'Etat, ainsi que de la Cour des Comptes, de l'Inspection Générale des Finances et de celle des Affaires Sociales.

Par ailleurs, le FRR est assisté de deux commissaires aux comptes chargés de certifier l'exactitude de l'état des actifs et de leur valorisation, état établi semestriellement par le Directoire avant sa présentation au Conseil de Surveillance.

Au terme d'un processus d'appel à la concurrence lancé fin 2003 et mené selon la procédure de marché négocié, le Conseil de Surveillance a procédé, en mars 2004, à la désignation, pour six exercices, des commissaires aux comptes du FRR, les deux cabinets retenus étant KPMG SA et Constantin & Associés.

Ces cabinets auront également pour mission d'assister le Comité des comptes du FRR, présidé par Jean-Louis Beffa, Vice-Président du Conseil de Surveillance.

Cette instance, prévue par le règlement intérieur du Fonds, est chargée de préparer les délibérations du Conseil de Surveillance sur l'approbation des comptes annuels et d'assister le Conseil dans le contrôle des résultats. Le Comité des comptes a été constitué en juillet 2003 et a participé au processus de sélection des commissaires aux comptes.

## Les règles de déontologie et de bonne conduite professionnelle et personnelle

Après son adoption respective par le Conseil de Surveillance et le Directoire, les autorités de tutelle du FRR ont approuvé le 25 juin 2003 le règlement intérieur du Fonds. Parmi les dispositions applicables aux instances du Fonds, sont notamment prévues :

- une déclaration des membres du Directoire au Président du Conseil de Surveillance, lors de leur prise de fonction, de la liste des intérêts qu'ils détiennent et des fonctions qu'ils exercent dans une activité économique et financière, ainsi que de tout mandat qu'ils détiennent au sein d'une personne morale. Ces informations sont mises à la disposition des autres membres du Directoire. Elles donnent lieu à une mise à jour permanente en ce qui concerne les fonctions et mandats exercés et au début de chaque semestre civil en ce qui concerne les autres informations ;
- pour la mise en œuvre de la gestion financière du FRR, le fait qu'aucun membre du Directoire ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle il détient une fonction, un mandat ou un intérêt (disposition prévue à l'article L135-13 du Code de la sécurité sociale). Il ne peut davantage participer à une délibération concernant une affaire dans laquelle lui-même ou, le

cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il exerce des fonctions ou détient un mandat, a représenté une des parties intéressées au cours des dix-huit mois précédant la délibération. Au vu de l'ordre du jour du Directoire, les membres estimant que leur situation propre ou celle de l'établissement au sein duquel ils exercent une fonction ou détiennent un mandat ne leur permet pas de délibérer, en avertissent par écrit le Président du Conseil de Surveillance et les autres membres du Directoire. Ce principe a notamment été appliqué dans le cadre de la procédure de sélection des sociétés de gestion en cours, en fonction des lots attribués.

- le secret professionnel, auquel sont tenus les membres du Directoire, comme les salariés et collaborateurs placés sous l'autorité du Directoire du FRR, dans les conditions et sous les peines prévues aux articles 226-13 et 226-14 du Code pénal. Les experts et les personnes consultées sont tenus au secret professionnel dans les mêmes conditions et sous les mêmes peines.

Après consultation du Président du Conseil de Surveillance, le Directoire a retenu, en juillet 2003, un certain nombre de règles de bonne conduite professionnelle et personnelle auxquelles sont soumis les collaborateurs placés sous l'autorité du Directoire du FRR. Elles fixent notamment leurs obligations légales et professionnelles (intégrité et loyauté dans l'exercice des fonctions, information en cas d'opération suspecte) et celles en matière de contrôle (conformité des décisions avec les exigences légales et réglementaires ainsi qu'avec les règles et procédures du FRR, coopération avec les organes de contrôle et d'audit).

Les collaborateurs du FRR sont tenus à une obligation de discrétion et de probité et ne peuvent se prévaloir à des fins personnelles de leur appartenance au Fonds. Chaque collaborateur s'engage à ne pas accepter en dehors du FRR un emploi comme consultant, ni une fonction quelconque (sauf celles relevant de la vie privée, associative et syndicale ou de mandats électifs publics), sans l'approbation préalable et écrite du Fonds.

Tout collaborateur doit par ailleurs éviter de se trouver dans la situation où ses intérêts personnels seraient en conflit avec ceux du FRR. Il ne peut s'impliquer personnellement dans une transaction, une négociation ou un contrat, pour le compte du Fonds, avec une entité extérieure dans laquelle lui-même ou un parent proche aurait des intérêts, directement ou indirectement, sans en avoir informé par écrit et de façon complète le FRR et obtenu son approbation écrite au préalable. Le respect de ces règles déontologiques est assuré par le Directoire.

## Les instances consultatives

Afin d'assister le Directoire dans la sélection des sociétés d'investissement, en vue de l'attribution des mandats de gestion d'actifs, un Comité de sélection des gérants, prévu par les textes régissant le FRR, a été constitué en juillet 2003.

Le Comité de sélection des gérants exerce ses responsabilités avec toute l'indépendance et le soin qu'exigent les missions qui lui sont confiées. Ses membres sont soumis aux règles déontologiques découlant de leurs fonctions.



*De gauche à droite :  
Antoine de Salins, Alain Robidel,  
René Karsenti, Alain Hindié et  
Christopher Nowakowski*

### Le Comité de sélection des gérants

*L'article R 135-27 du Code de la sécurité sociale prévoit la création d'un Comité de sélection des gérants - CSG - chargé du dépouillement et de l'analyse des offres présentées par les sociétés de gestion concourant pour l'attribution des mandats de gestion du FRR. Ce Comité est également consulté par le Directoire sur les cahiers des charges des appels d'offres. Il lui est fait rapport sur l'exécution des mandats visés au même article.*

*Outre son président, le CSG est composé de quatre personnalités qualifiées nommées par le Directoire. Le Président du Comité de sélection des gérants est un membre du Directoire du FRR, autre que le Président du Directoire.*

*Les quatre personnalités qualifiées composant le CSG sont les suivantes :*

- Alain Hindié, ancien responsable de la gestion d'actifs et ex-membre du Comité de Direction Générale du Crédit Lyonnais ;*
- René Karsenti, directeur général des finances de la Banque Européenne d'Investissement ;*
- Christopher Nowakowski, ancien consultant international spécialisé dans la gestion d'actifs ;*
- Alain Robidel, ancien directeur financier du Groupe de protection sociale Médéric.*

*Le Comité de sélection des gérants a été officiellement mis en place le 2 juillet 2003. Il est présidé par Antoine de Salins, membre du Directoire du FRR.*

# La stratégie financière

## La définition de la stratégie d'investissement

### L'expression d'une « préférence collective »

Comme tout investisseur, le FRR a dû tenir compte de ses spécificités propres afin de déterminer son allocation d'actifs « stratégique » :

- **Son horizon de placement et la nature de son passif** : plus l'horizon d'investissement est éloigné dans le temps, plus la volatilité du rendement des actifs est supposée diminuer, les chocs à l'origine de leurs fluctuations de court terme devant normalement se compenser (à l'instar, notamment, des cycles économiques). Dans le cas du FRR, son horizon de placement à long terme s'incarne dans le fait que le Fonds n'aura aucun décaissement à réaliser avant 2020. Contrairement à d'autres institutions de retraites françaises, ou fonds de pension étrangers, le FRR est en effet un pur fonds d'accumulation qui n'a pas à inscrire à son passif le versement de pensions qui justifierait que soient immobilisés, à son actif, des avoirs liquides mais peu rémunérés. Cette situation privilégiée tend spontanément à favoriser une part plus élevée de placements volatils à court terme.
- **Sa capacité à modifier sa politique de placement** : une alimentation régulière du Fonds devrait permettre de réduire la volatilité globale du portefeuille, permettant ainsi, à « objectif de risque » inchangé, d'accroître la part des actifs les plus volatils à court terme. Des hypothèses extrêmement prudentes ont, en la matière, été retenues afin de ne pas biaiser dans un sens artificiellement favorable, la capacité du Fonds, et de ses gérants, à lisser les prix d'achat de ses actifs, et ce faisant, à réduire le risque global de ses investissements.
- **Son degré d'aversion pour le risque** : ce paramètre est naturellement fondamental. Tout investisseur doit, avant de choisir ses placements, savoir situer ses préférences personnelles entre quête de rendement et minimisation du risque pris. Dans le cas du FRR, cette caractéristique semblait d'autant plus difficile à définir qu'il s'agissait de préférences « collectives », celles de l'ensemble des ayant-droits des régimes éligibles aux versements du FRR après 2020. C'est donc au Conseil de Surveillance, au sein duquel siègent des représentants du Parlement, des partenaires sociaux, et des administrations de tutelle, que revenait – comme le prévoit la loi – le rôle d'expression de cette aversion collective pour le risque, dans le cadre de la définition des « orientations générales de la politique de placement ». Cette aversion pouvait s'exprimer de différentes façons (rendement minimal à atteindre, probabilité maximale de ne pas atteindre un rendement minimal, plafonnement des pertes possibles sur des horizons glissants...). A l'unanimité, le Conseil de Surveillance a estimé qu'il convenait de ne pas introduire de contraintes de « pertes maximales » sur le court terme, afin de conserver au FRR le bénéfice que lui procurait son horizon de très long terme (cf. supra). En contrepartie, il a imposé que les calculs d'allocation soient réalisés sous l'objectif d'une probabilité quasi nulle de perte en capital à l'horizon 2020.

### Une méthode transparente d'optimisation

Ces paramètres posés, les services du Fonds ont procédé à des calculs d'optimisation afin de définir l'allocation stratégique initiale du FRR, sous le contrôle du Conseil de Surveillance quant aux hypothèses et méthodes de calcul employées. Ainsi, contrairement aux modèles d'allocation d'ac-

tifs qui reposent traditionnellement sur le recours aux observations passées, particulièrement favorables sur longue période aux actions, le choix a été fait de s'appuyer sur un scénario macro-économique et financier intégrant le possible impact de la baisse de la population active, du vieillissement et des évolutions structurelles des économies ou des marchés financiers sur les croissances potentielles, les niveaux d'inflation et la demande de titres. Il en a résulté des hypothèses particulièrement prudentes quant au niveau de la prime de risque propre aux actions par rapport aux titres de dette.

Ces hypothèses ont été formulées sur un univers d'investissement incluant des actions cotées, des obligations souveraines et des obligations d'entreprises, ainsi que des obligations indexées sur l'inflation d'émetteurs situés dans la zone euro et dans les autres marchés développés. Le Conseil de Surveillance a en effet souhaité, dès l'origine, faire bénéficier le portefeuille du FRR de l'apport de la diversification internationale en terme de décorrélation des cycles ou des politiques économiques, ou de supplément de rendement attendu de titres, et notamment d'actions d'entreprises situées dans des régions du monde démographiquement plus dynamiques.

Naturellement, les limites prévues par les textes fondateurs, en particulier sur l'exposition internationale du portefeuille du Fonds, ont été intégrées à ces calculs d'optimisation. Le FRR ne peut, en effet, placer plus de 25% de son actif en actions ou titres donnant accès au capital d'entreprises sises hors de l'Espace Économique Européen ou en titres non cotés. De même, son exposition au risque de change ne peut excéder 20% de son actif.

### Les contraintes prudentielles auxquelles est soumis le FRR

Le décret n°2001-1214 du 19 décembre 2001 modifié définit les règles auxquelles est soumis le FRR. Celui-ci ne peut :

- employer plus de 5 % de son actif en instruments financiers d'un même émetteur, à l'exception :
  - a) des instruments financiers émis ou garantis par un Etat membre de la Communauté Européenne ou partie à l'accord sur l'Espace Économique Européen, par la Caisse d'amortissement de la dette sociale.
  - b) des parts ou actions des organismes de placement en valeurs mobilières dont le portefeuille est exclusivement composé des instruments financiers visés au a) ;
- employer plus de 25 % de son actif en actions ou titres donnant accès au capital d'entreprises ayant leur siège social hors de l'Espace Économique Européen ou non négociés sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace Économique Européen ou sur un marché en fonctionnement régulier d'un pays tiers membre de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique ; les autorités compétentes de ce pays tiers doivent avoir défini les conditions de fonctionnement, d'accès et d'admission aux négociations et imposé le respect d'obligations de déclaration et de transparence ;
- posséder plus de 3% des actions ou titres participatifs d'un même émetteur.

Le FRR peut par ailleurs conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme dans les conditions applicables à ces mêmes contrats lorsqu'ils sont conclus par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, telles qu'elles sont fixées par les décrets n° 89-623 et n° 89-624 du 6 septembre 1989. Le risque de contrepartie sur un même cocontractant est limité à 5 % de l'actif du Fonds. Enfin, l'exposition au risque de change ne peut excéder 20 % du total de l'actif du FRR.

## Une allocation stratégique très diversifiée

A partir des propositions du Directoire, et notamment du résultat des calculs d'optimisation réalisés, le Conseil de Surveillance a approuvé à l'unanimité, lors de sa réunion du 2 avril 2003 :

- une liste des classes d'actifs susceptibles d'être incluses dans l'appel d'offres initial du FRR :

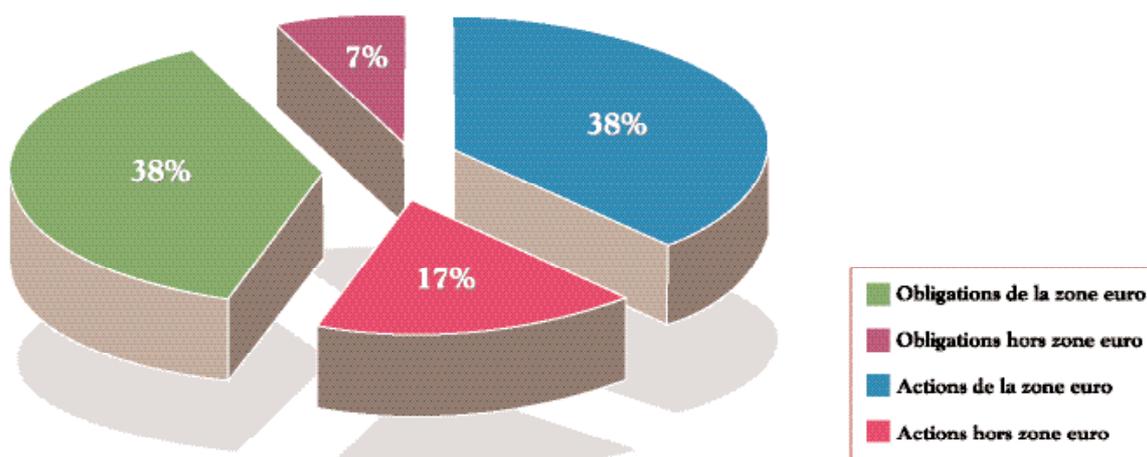
### Liste des classes d'actifs susceptibles d'être incluses dans l'appel d'offres initial du FRR

- |   |  |   |
|---|--|---|
| <p>1 - Produits monétaires de la zone euro (titres de créances négociables ou fonds monétaires libellés en euros).</p> <p>2 - Actions cotées de la zone euro : actions de sociétés dont le siège se trouve dans un des pays de l'Espace économique européen et cotées en euros, dont les larges capitalisations (actions dont la capitalisation boursière est supérieure à un seuil couramment fixé à 3 Mds€) et les moyennes capitalisations (actions dont la capitalisation boursière est comprise entre deux seuils couramment fixés à 500 M€ et 3 Mds€ respectivement).</p> <p>3 - Souveraines et quasi souveraines de la zone euro (obligations souve-</p> | <p>raines cotées ou listées sur un marché réglementé de la zone euro et dont le nominal est libellé en euros), dont titres indexés sur l'inflation (inflation de la zone euro ou inflation française).</p> <p>4 - Obligations non souveraines de la zone euro émises par un émetteur dont la note de crédit à long terme fait partie de la catégorie investissement (notation au moins égale à BBB- pour Standard and Poors et Fitch ou Baa3 pour Moody's)<sup>(a)</sup>.</p> <p>5 - Actions cotées internationales dont Europe hors zone euro, Amérique du Nord, Asie hors Japon et Japon.</p> <p>6 - Obligations souveraines internationales dont Europe hors zone euro,</p> | <p>Amérique du Nord et Japon. Les obligations souveraines émergentes sont exclues de l'appel d'offres initial.</p> <p>7 - Obligations non souveraines internationales émises par un émetteur dont la note de crédit à long terme fait partie de la catégorie investissement (notation au moins égale à BBB- pour Standard and Poors et Fitch ou Baa3 pour Moody's) dont Amérique du Nord et Europe hors zone euro<sup>(b)</sup>.</p> <p>8 - Titres non cotés : actions non cotées, parts de fonds de capital risque/innovation (FCPR/FCPI), parts de fonds immobiliers non cotés, titres de SCPI.</p> |
|---|--|---|

(a) - Les obligations « à haut rendement » émises par un émetteur dont la note de crédit à long terme le classe dans la catégorie spéculative sont exclues de l'appel d'offres initial (notation inférieure au seuil défini ci-dessus).

(b) - Les obligations « à haut rendement » émises par un émetteur extérieur à la zone euro dont la note de crédit à long terme le classe dans la catégorie spéculative sont exclues de l'appel d'offres initial (notation inférieure au seuil défini ci-dessus).

- une allocation stratégique entre les principales classes d'actifs qui répond à la répartition suivante :



Cette répartition entre grandes classes d'actifs ne permet qu'imparfaitement de mesurer la part exacte dévolue au financement des entreprises, que ce soit par fonds propres (actions) ou par emprunt (obligations d'entreprises). Ainsi, sur les 38% d'actifs qui seront alloués à des obligations de la zone euro, près de 10% le seront à des titres de dettes d'entreprises (soit une part relative significativement supérieure au poids de ce marché). En dehors de la zone euro, les obligations d'entreprises représenteront près de la moitié des placements obligataires. En tenant compte de la part totale des actions (55%), on peut ainsi considérer que plus des 2/3 de l'allocation stratégique du Fonds seront consacrés au financement à long terme de l'investissement des entreprises, participant ainsi à la consolidation de leurs perspectives de croissance, au développement de la productivité et à l'élévation du niveau de vie.

La philosophie d'investissement du Fonds a été résumée dans la délibération du Conseil de Surveillance relative aux orientations générales de la politique de placement, également approuvée à l'unanimité lors de la réunion du 2 avril 2003. Le texte de cette délibération est repris ci-dessous.

### **Délibération relative aux orientations générales de la politique de placement du Fonds**

*Le Conseil de Surveillance du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) :*

*Vu les propositions du Directoire présentées au Conseil de Surveillance lors de ses réunions des 5 mars et 2 avril 2003,*

*Considérant que la finalité du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) est de contribuer au financement futur des régimes éligibles de retraites par répartition ; que les sommes accumulées par le Fonds d'ici à 2020 doivent, en particulier, permettre de lisser l'impact attendu sur le besoin de financement de ces régimes des chocs démographiques anticipés à cet horizon ;*

*Considérant que le Fonds de réserve pour les retraites dispose d'un horizon d'investissement à long terme ; que le Conseil de Surveillance réaffirme son attachement à la date de 2020, année à partir de laquelle la loi du 17 juillet 2001 a ouvert la possibilité de recourir au Fonds pour contribuer au financement des régimes obligatoires d'assurance vieillesse éligibles ; que le rythme des décaissements est un élément central dans la définition de la politique d'investissement et qu'en conséquence, le Conseil de Surveillance a fait sienne l'hypothèse technique proposée par le Directoire d'un plan de décaissement linéaire sur dix ans après 2020, tout en soulignant qu'une hypothèse d'un décaissement plus long sur vingt ans reste pertinente ; que, par*

*ailleurs, la définition prochaine d'une stratégie à long terme en matière d'abondements réguliers du Fonds est nécessaire pour permettre l'adaptation dans les meilleures conditions possibles de sa politique d'investissement ;*

*Considérant que la politique d'investissement du Fonds de réserve pour les retraites doit viser à optimiser, à l'horizon 2020, le rendement des placements effectués dans les meilleures conditions de sécurité possibles et sous les contraintes de risque définies ci-après ; que, dans sa mise en œuvre, le Fonds contribuera au financement des acteurs économiques et, en particulier, des entreprises et qu'il participera ainsi à la consolidation de leurs perspectives de croissance à long terme, à la création durable de richesses et au développement de l'emploi ;*

*Considérant que le Fonds de réserve agit dans l'intérêt de la collectivité ; que, dans ces conditions, sa politique d'investissement doit être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré ; que dans cette perspective, et dans le cadre des orientations générales de la politique de placement définies par le Conseil de Surveillance, le Directoire participera activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement des entreprises ; que sur ce dernier point, le décret du*

19 décembre 2001 prévoit que les droits de vote sont exercés par les mandataires du Fonds dans les seuls intérêts du Fonds ; que le Fonds entend définir les principes que les gestionnaires devront suivre quand ils participeront aux assemblées générales des entreprises dans lesquelles le Fonds aura investi ; qu'à l'instar de ce qui a été initié par des Fonds de réserve étrangers, le Fonds pourra investir dans des parts de fonds spécialisés dans les différentes composantes de l'investissement socialement responsable ; que le Conseil de Surveillance accorde une importance particulière au compte-rendu que lui fera régulièrement le Directoire sur la prise en compte de ces dimensions dans la politique d'investissement du Fonds ;

Considérant qu'il revient au Conseil de Surveillance de définir les orientations générales de la politique de placement ; que ces orientations doivent décrire la part dévolue aux principales catégories d'instruments financiers dans une optique stratégique, en fonction des objectifs et des caractéristiques du Fonds de réserve ; que ces orientations ont vocation à être modifiées au cours du temps en fonction de l'horizon d'investissement du Fonds de réserve ; qu'en outre, elles pourront être révisées, sur proposition du Directoire, si de nouveaux actifs sont introduits dans le portefeuille d'investissements du Fonds ou si les principales hypothèses sur lesquelles elles ont été bâties devaient être revues ; que la politique d'investissement du Fonds se doit de conserver une marge de manœuvre autour de l'allocation stratégique cible décidée par le Conseil de Surveillance en fonction de l'appréciation de la valorisation des marchés et d'anticipations à court terme sur l'évolution des économies et des marchés financiers ; qu'il revient au Directoire, notamment dans le cadre de la définition des mandats de gestion, de décider de la façon dont cette flexibilité sera partagée entre lui et les entreprises d'investissement agissant pour le compte du Fonds de réserve ; que le Directoire rendra régulièrement compte au Conseil de Surveillance de la manière dont a été utilisée cette flexibilité ;

Considérant que les propositions du Directoire en matière d'allocation stratégique reposent sur la nécessité de limiter la probabilité d'une perte nominale en capital à l'horizon d'investissement du

Fonds ; que l'objectif, partagé par le Conseil de Surveillance, d'optimisation à long terme n'exclut pas d'éventuelles fluctuations importantes, à court terme, de la valeur du portefeuille d'actifs financiers du Fonds de réserve ;

Considérant que, pour construire sa proposition d'allocation stratégique, le Directoire s'est appuyé sur un scénario macro-économique et financier s'affranchissant pour partie des rendements observés sur le passé ; que, ce faisant, les conséquences possibles du vieillissement démographique sur l'évolution macro-économique des pays industrialisés et l'évolution des marchés financiers ont été prises en compte ; que le Conseil de Surveillance partage cette démarche ;

Considérant que le législateur a autorisé le Fonds de réserve à investir une partie de ses actifs sur des titres émis ou échangés à l'extérieur de la zone euro ; que les textes réglementaires applicables au Fonds de réserve ont plafonné à 25% la part des actions d'entreprises dont le siège est extérieur à l'Espace Économique Européen ; qu'ils ont par ailleurs limité à 20% l'exposition possible au risque de change du portefeuille du Fonds ; que la possibilité d'investissements extérieurs à la zone euro doit être exploitée au mieux dans le double souci de diversification du portefeuille, afin d'en limiter les risques, et de recherche d'un rendement financier plus élevé dans des zones géographiques a priori moins affectées, sur le long terme, par les répercussions macro-économiques du vieillissement démographique ;

Décide des orientations générales suivantes pour la politique de placement du Fonds de réserve des retraites :

Le Conseil de Surveillance approuve la liste d'actifs susceptibles d'être inclus dans le cadre de l'appel d'offres initial du Fonds de réserve pour les retraites, figurant en annexe de cette délibération. Cette liste pourra être modifiée par le Conseil de Surveillance, au cours de ses prochaines réunions, sur proposition du Directoire.

Via les entreprises d'investissement qu'il sélectionnera par appel d'offres, le Directoire est autorisé à placer progressivement les réserves du Fonds, en fonction des conditions de marché, sur les princi-

pales classes d'actifs en se fondant sur les allocations cibles suivantes :

| <b>Instruments financiers</b> | <b>Allocation stratégique cible</b> |
|-------------------------------|-------------------------------------|
| <b>Total Actions</b>          | <b>55 %</b>                         |
| Actions de la zone euro       | 38 %                                |
| Actions internationales       | 17 %                                |
| <b>Total Obligations</b>      | <b>45 %</b>                         |
| Obligations de la zone euro   | 38 %                                |
| Obligations internationales   | 7 %                                 |
| <b>Total</b>                  | <b>100 %</b>                        |

Le Conseil de Surveillance a pris note que la répartition des actifs internationaux par marché géographique tiendra notamment compte du poids relatif de ces marchés dans la capitalisation totale des actifs hors zone euro.

Cette allocation stratégique constitue une référence à moyen terme. Elle est susceptible d'être modifiée par le Conseil de Surveillance, sur proposition du Directoire.

Pour assurer une gestion tactique efficace du

Fonds de réserve, le Directoire conservera une marge de manoeuvre autour de l'allocation stratégique cible décidée par le Conseil de Surveillance. Le Directoire proposera au Conseil de Surveillance, à l'occasion de sa prochaine réunion, une définition précise de cette marge de manoeuvre. Il informera par ailleurs le Conseil de Surveillance des modalités envisagées d'utilisation de cette marge de manoeuvre, notamment au travers des modes de gestion retenus dans les cahiers des charges de l'appel d'offres.

Le Directoire informera le Conseil de Surveillance des lignes directrices qu'il entend retenir pour l'exercice des droits de vote en assemblées générales par les sociétés de gestion et qui figureront dans les cahiers des charges de l'appel d'offres.

Le Directoire devra rendre compte régulièrement, et au moins une fois par semestre de la mise en œuvre de cette politique d'investissement, de ses résultats et, en particulier, de sa répartition par classe d'actifs.

Cette délibération sera rendue publique.

La définition de ces orientations a permis d'achever les travaux relatifs à la structure du portefeuille du FRR, préalable indispensable à la mise en concurrence et à la sélection des sociétés de gestion auxquelles seront octroyés les mandats délégués pour le compte du Fonds.

## La structure du portefeuille du FRR et la flexibilité tactique autour de l'allocation stratégique

### Un portefeuille fondé sur des mandats spécialisés, à dominante active

L'élaboration de l'architecture cible du portefeuille du FRR et la répartition des marges de manoeuvre entre les différents types de mandats envisagés ont été conduites par les équipes du Fonds en examinant successivement les points suivants :

- **Mandats spécialisés versus mandats diversifiés** : le Directoire a choisi pour architecture cible des mandats spécialisés par classes, voire sous-classes, d'actifs plutôt que diversifiés. Cette structure doit permettre de sélectionner des gérants dont les processus d'investissement ont été développés de longue date sur des catégories précises d'actifs. Elle permet de diversifier les styles de gestion et les possibilités d'arbitrage intra-classes d'actifs en définissant des mandats sur mesure. La politique d'investissement du Fonds doit, au final, s'en trouver plus lisible.

- **Gestion active versus Gestion passive** : le choix a été fait de privilégier une gestion active, notamment sur les marchés supposés les moins efficaces, et sur lesquels il paraît dès lors possible de créer de la valeur en sélectionnant des titres dans des proportions très différentes de celles qui composent l'indice de référence. Toutefois, pour éviter que le degré de liberté qu'implique ce type de gestion n'induisse un risque trop important au niveau de l'ensemble du portefeuille, un certain nombre de larges mandats passifs, s'efforçant de répliquer la performance de leur indice de référence, ont été mis en place. Ces mandats permettent, à faible coût, de capter les tendances de marché tout en limitant le risque d'avoir, pour le portefeuille dans son ensemble, une performance trop éloignée de celle qui résulterait des seules évolutions de marché.

En conséquence, l'architecture de portefeuille retenue pour le FRR répond aux principes d'organisation suivants : le portefeuille juxtapose pour la plupart des grandes catégories d'actifs des mandats spécialisés indiciels sur des marchés très arbitrés (typiquement sur les marchés actions, les grandes capitalisations de la zone euro et des Etats-Unis), et des mandats spécialisés actifs sur des sous-poches, plus spécifiques et moins arbitrés (toujours sur les actions, par exemple, les petites et moyennes capitalisations ou les "styles" de gestion). Près de 75% des encours font l'objet de mandats actifs et 25% sont dédiés à des mandats dits passifs. Un exemple théorique des caractéristiques d'une telle structure est reproduit ci-dessous :



Les contours des mandats devant faire l'objet de l'appel d'offres initial ont été définis de façon à laisser aux sociétés de gestion la possibilité d'arbitrage entre sous-classes d'actifs (par exemple, sur les mandats obligataires, entre obligations souveraines et différentes catégories de crédit), ainsi qu'à limiter dans la mesure du possible les « chevauchements » entre mandats, en

évitant qu'un même type d'actif puisse faire l'objet de transactions dans des mandats de nature différente (à l'exception des actions larges capitalisations de la zone euro qui figurent dans l'univers d'investissement de mandats actifs ou passifs).

Ces choix doivent permettre de favoriser une meilleure lisibilité de la stratégie d'investissement, tout en réduisant la corrélation entre les différents types de mandats et donc en limitant le risque global du portefeuille relativement à celui de son allocation stratégique.

Au total, la structure de portefeuille sur la base de laquelle a été organisé l'appel d'offres initial est présentée dans le tableau ci-après :

| Allocation                                | Poids | Classes d'actifs   | Gestion active/passive                                   | Nombre de gestionnaires (+ stand by) | Montants indicatifs                    |
|---|-------|--|--|--------------------------------------|--|
| <b>ACTIONS<br/>ZONE<br/>EURO</b>          | 38%   | Actions zone euro grandes capitalisations (lot 1)  | passive<br>passive<br>passive                            | 3 (+1)                               | 1 000<br>1 000<br>1 000                |
|   |       | Actions zone euro petites et moyennes capitalisations (lot 2)  | active<br>active<br>active                               | 3 (+1)                               | 200<br>200<br>200                      |
|   |       | Actions zone euro grandes capitalisations (lot 3)  | active<br>active<br>active<br>active                     | 4 (+1)                               | 620<br>620<br>620<br>620               |
| <b>ACTIONS<br/>HORS<br/>ZONE<br/>EURO</b> | 17%   | Actions Etats-Unis grandes capitalisations (lot 4)   | passive  | 1 (+1)                               | 640                                    |
|   |       | Actions Etats-Unis moyennes capitalisations (lot 5)  | active   | 1 (+1)                               | 200                                    |
|   |       | Actions Etats-Unis grandes capitalisations style "valeur" (lot 6)  | active   | 1 (+1)                               | 460                                    |
|   |       | Actions Etats-Unis grandes capitalisations style "croissance" (lot 7)  | active   | 1 (+1)                               | 460                                    |
|   |       | Actions européennes hors zone euro (lot 8)   | active<br>active   | 2 (+1)                               | 240<br>240                             |
|   |       | Actions du Bassin Pacifique y compris Japon hors pays émergents (lot 9)                                      | active<br>active   | 2 (+1)                               | 240<br>240                             |
| <b>TAUX<br/>ZONE<br/>EURO</b>             | 38%   | Obligations libellées en euro, souverains et crédit (lot 10) (catégorie investissement)                      | active<br>active<br>active<br>active<br>active<br>active | 6 (+1)                               | 960<br>960<br>960<br>960<br>960<br>960 |
|   |       | Obligations internationales indexées sur l'inflation (lot 11) (2/3 zone euro et 1/3 international hors euro) | active   | 1 (+1)                               | 480                                    |
| <b>TAUX<br/>HORS<br/>ZONE<br/>EURO</b>    | 7%    | Obligations internationales non libellées en euro, souverain et crédit (catégorie investissement) - (lot 12) | active   | 2 (+1)                               | 480<br>480                             |
|   | 100%  |  |  | 27 (+12)                             | 16 Mds€                                |

## Le choix des indices de référence et le degré de liberté accordé aux gestionnaires

Chaque mandat spécialisé se voit attribuer un indice de référence et une marge de manoeuvre pour que le gestionnaire désigné puisse choisir des titres en dehors de cet indice de référence ou pondérer différemment les titres qu'il souhaite acquérir, en fonction de ses convictions propres. Sur les mandats « passifs », cette marge de manoeuvre est par définition extrêmement restreinte, l'objectif du gérant étant de répliquer purement les performances de l'indice. En revanche, sur les mandats actifs, l'octroi d'un certain degré de liberté au gérant peut lui permettre de « créer de la valeur » par rapport à la simple évolution du marché sur lequel il opère.

### Les indices de références et les erreurs de suivi d'indice\*

Le FRR a choisi le groupe FTSE, leader dans la production mondiale d'indices, pour la fourniture de huit indices de référence pour le suivi de la gestion de l'ensemble de ses mandats actions Europe, Amérique et Asie. Cette gamme couvre l'équivalent de 8,8 milliards d'euros d'actifs. Ils appartiennent à la nouvelle famille FTSE Global Equity Index Series (GEIS). S'agissant des indices obligataires, le FRR s'est appuyé sur les sociétés iBOXX, Barclays Capital et Lehman Brothers pour définir des indices composites adaptés à la nature des mandats de gestion délégués. Ces indices taillés sur mesure prennent en compte la fiscalité applicable au FRR.

| Catégorie d'actifs  | Indice de référence  | erreur de suivi d'indice* |
|---|--|---------------------------|
| Lot 1 - Grandes capitalisations de la zone euro, gestion passive              | FTSE Eurobloc Large Cap Index                              | 0,5 %                     |
| Lot 2 - Petites et Moyennes capitalisations de la zone euro, gestion active   | FTSE Eurobloc Mid & Small Cap Index                        | 10 %                      |
| Lot 3 - Grandes capitalisations de la zone euro, gestion active               | FTSE Eurobloc Large Cap Index                              | 5 %                       |
| Lot 4 - Grandes capitalisations US, gestion passive                           | FTSE USA Large Cap Index                                   | 0,5 %                     |
| Lot 5 - Moyennes capitalisations US, gestion active                           | FTSE USA Mid Cap Index                                     | 8 %                       |
| Lot 6 - Grandes capitalisations US, style "valeur", gestion active            | FTSE USA Value Large Cap Index                             | 7 %                       |
| Lot 7 - Grandes capitalisations US, style "croissance", gestion active        | FTSE USA Growth Large Cap Index                            | 10 %                      |
| Lot 8 - Grandes capitalisations européennes, hors zone euro, gestion active   | FTSE Developed Europe ex-Eurobloc Index                    | 5 %                       |
| Lot 9 - Grandes capitalisations du Bassin Pacifique, gestion active           | FTSE Developed Asia Pacific Large Cap Index                | 8 %                       |
| Lot 10 - Obligations de la zone euro, souverains et crédit, gestion active    | Composite iBOXX Euro indices                               | 2 %                       |
| Lot 11 - Obligations internationales indexées sur l'inflation, gestion active | Composite Inflation-Linked bonds Index de Barclays Capital | 1,5 %                     |
| Lot 12 - Obligations internationales, hors zone euro, gestion active          | Global Aggregate Index de Lehman Brothers                  | 2 %                       |

\* Tracking error

Naturellement, cette espérance de sur-performance a pour contrepartie un risque : en s'éloignant de la composition de son indice de référence, un gestionnaire actif peut sur-performer mais également sous-performer, s'il s'est trompé dans ses choix, la performance de cet indice. La marge de manœuvre qui va lui être attribuée va être concrètement mesurée par la plage dans laquelle son écart de performance par rapport à l'indice, qu'il soit positif ou négatif, devra – selon une distribution statistique normale – se situer. Cette erreur de suivi d'indice (volatilité de l'écart de rendement par rapport à l'indice de référence) a été calibrée selon la nature des mandats, et plus précisément en fonction de l'espérance de rendement supplémentaire qu'il était raisonnable d'attendre en rémunération du risque additionnel pris.

A titre d'illustration, une marge de manœuvre importante a été laissée aux gestionnaires sur les petites et moyennes valeurs ou sur les actions asiatiques. Elle est à l'inverse plus restreinte sur les larges capitalisations européennes, marché sur lequel la dispersion des performances des gérants par rapport à celle du marché est traditionnellement un peu plus étroite.

Le tableau ci-dessus récapitule, selon les catégories d'actifs, la liste des indices de référence retenus et les budgets de risque (erreur de suivi d'indice) laissés aux gérants.

## **Gestion de l'allocation stratégique et « choix tactiques »**

Le choix d'une structure de portefeuille reposant sur des mandats spécialisés laissait ouverte une question importante : comment gérer les écarts entre le poids « effectif » des principales classes d'actifs et leur poids cible dans l'allocation stratégique ? Sous l'effet d'évolutions divergentes de leur valorisation, ou d'une sous- ou sur-pondération délibérée, le poids des principales classes d'actifs doit en effet rapidement s'écarter de leur poids « cible » tel qu'il a été défini dans les orientations générales de la politique de placement. L'allocation « tactique » du Fonds consiste alors à décider dans quelle mesure il convient de maintenir ces écarts de pondération, de les accroître si l'on pense que les actifs sur-pondérés vont continuer à sur-performer les actifs sous-pondérés, ou au contraire de les éliminer afin de coller à l'allocation stratégique.

Le Conseil de Surveillance a autorisé le Directoire à gérer cette allocation tactique. Cette gestion peut être mise en œuvre sous plusieurs formes : en répartissant les abondements de façon différenciée entre les différents mandats afin de privilégier, sur des horizons de court-moyen terme, les classes d'actifs aux potentiels de rendement les plus favorables ; en ayant recours à un gérant spécialisé dans l'allocation tactique, à qui sera confié un mandat « transversal », recouvrant l'ensemble des mandats spécialisés par classe d'actifs.

Ce gérant sera appelé à modifier l'exposition du portefeuille aux principales classes d'actifs, selon les décisions du Directoire, en recourant à des instruments dérivés réglementés sur les principaux indices. La marge de manœuvre du Directoire pour sur- ou sous-pondérer les principales classes d'actifs a été parallèlement définie de façon à ce que, sous des hypothèses normales de volatilité, le poids des actions dans le portefeuille du FRR se situe entre 49 et 61% des actifs du Fonds, soit plus ou moins 6 points de pourcentage autour du poids cible de 55%.

## La démarche et les objectifs du FRR en matière d'investissement socialement responsable

### Quelle philosophie générale ?

Le FRR a pour objectif de faire fructifier au mieux les fonds qui lui ont été confiés et ce dans les meilleures conditions de sécurité financière. Le législateur n'a pas fixé aux instances du Fonds de lignes directrices précises en matière d'investissement socialement responsable. Il a simplement demandé au Directoire du FRR de faire rapport annuellement au Conseil de Surveillance sur la manière dont « *il a intégré ces préoccupations dans la gestion des actifs du Fonds* ».

Le Conseil de Surveillance est allé plus loin dans sa délibération sur les orientations générales de la politique de placement du 2 avril 2003, qui indique que « *la politique d'investissement doit également être cohérente avec le respect de certaines valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental durable* ». Cette délibération précise aussi que « *le Directoire participera activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement d'entreprise* ».

Il est donc clair que le FRR - investisseur de long terme dont l'objet même participe de la solidarité intergénérationnelle - considère que l'élargissement de l'analyse du risque à la dimension socio-environnementale et que la recherche des fondements de la valorisation à long terme de l'entreprise issus de ses pratiques en matière de ressources humaines, de respect de l'environnement ou de gouvernement d'entreprise, constituent des facteurs positifs pour la performance financière.

S'agissant, enfin, plus particulièrement du gouvernement d'entreprise, le Conseil de Surveillance du Fonds a fixé au Directoire un certain nombre de principes (cf. délibération page suivante) s'inscrivant dans une démarche progressive visant à un exercice actif de ses droits de vote dans les entreprises dans lesquelles le FRR investira. Le Directoire reviendra devant le Conseil de Surveillance avec une proposition de référentiel d'ici la fin de l'année 2004.

### Quelle démarche ?

#### ***S'agissant du champ d'application***

Sauf à entrer dans une logique d'exclusion sectorielle – ce que le FRR ne souhaite pas faire - la mise en œuvre de ces objectifs est complexe en raison de la maturité encore insuffisante et de l'hétérogénéité des pratiques de gestion de fonds socialement responsable. En particulier, celles-ci dépendent directement de la richesse et de la pertinence des sources d'information sur les politiques et les résultats des entreprises en matière sociale et environnementale. Ces sources sont aujourd'hui trop limitées sur certaines zones géographiques ou certaines classes d'actifs, pour que s'y soit développée une offre effective de gestion d'actifs socialement responsable.

C'est pourquoi le FRR a décidé de concentrer à ce stade son approche dite « socialement responsable »

sur les mandats actifs larges capitalisations zone euro et Europe hors euro (cf. lots 3 et 8 de la structure de portefeuille), qui représentent un total un peu inférieur à 3 milliards d'euros, soit environ 18% de son actif total à mi 2004. Ceci n'exclut pas qu'à moyen terme, c'est à dire à l'issue des premiers mandats alloués par le FRR (entre trois et cinq ans suivant les lots), cette approche ne trouve aussi à s'appliquer à un champ plus large (grandes capitalisations zone asiatique, petites et moyennes capitalisations euro, moyennes capitalisations américaines et large capitalisations américaines gérées selon des styles de gestion spécifiques "valeur" et "croissance", ainsi que les mandats obligataires).

## L'exercice des droits de vote du FRR

*Dans sa délibération du 2 avril 2003 sur les orientations générales de la politique de placement du Fonds, le Conseil de Surveillance a souhaité que le FRR participe activement à l'amélioration de la gouvernance des entreprises dans lesquelles il sera amené à investir et qui contribue fortement à leur pérennité et à leur bonne valorisation dans l'avenir.*

*Il a indiqué que le Fonds définira les principes que devront suivre les gestionnaires qui, d'après les textes fondateurs du FRR, exerceront les droits de vote du Fonds quand ils participeront aux assemblées générales des entreprises concernées.*

*Si le Fonds n'a pas vocation à utiliser son influence d'actionnaire pour être représenté dans les instances dirigeantes des entreprises, il doit s'efforcer d'exercer systématiquement ses droits d'actionnaire dans leurs assemblées générales. Une telle obligation de vote doit se construire dans la durée et de manière pragmatique en tenant compte des conditions d'exercice, comme le montre la démarche des fonds étrangers comparables. Elle doit aussi intégrer les différences significatives qui peuvent exister dans les cadres juridiques et les pratiques de gouvernement d'entreprise entre les pays concernés.*

*Les positions prises au nom du FRR ne doivent être motivées, comme le prévoit le décret du 19 décembre 2001, que par ses seuls intérêts et dans la plus stricte indépendance. Il est de la responsabilité particulière du Directoire d'y veiller et d'en rendre compte régulièrement au Conseil de Surveillance.*

*Le FRR est un investisseur de long terme. Il doit donc s'efforcer de prendre en compte de manière responsable les intérêts de long terme des entreprises et de toutes ses parties prenantes, ainsi que la cohérence de leur stratégie. Il intégrera aussi naturellement, dans l'élaboration des lignes directrices qu'il fixera aux sociétés de gestion, les réglementations en vigueur et les codes de conduite que les entreprises se sont engagées à mettre en œuvre, en particulier en matière de sincérité et de transparence des informations fournies, d'indépendance et de bon fonctionnement du conseil d'administration et d'égalité de traitement des actionnaires.*

*Le Conseil de Surveillance a souhaité que le processus de sélection des gérants permette aux candidats de faire connaître les modalités qu'ils se proposent de mettre en œuvre pour que le FRR puisse exercer ses droits d'actionnaire. D'ici la fin de l'année 2004, le Directoire présentera au Conseil de Surveillance les lignes directrices qu'il entend demander aux sociétés de gestion de suivre en la matière et les moyens pratiques y afférents. Le Directoire rendra compte annuellement au Conseil de Surveillance des modalités et des résultats de l'exercice des droits de vote par les gérants.*

## ***S'agissant des engagements demandés aux gérants***

L'approche retenue se veut à la fois progressive et inclusive. Le FRR n'a pas souhaité fixer a priori et sans une concertation préalable approfondie le référentiel définissant les « caractéristiques ISR » auxquelles doivent répondre les sociétés qui composeront ses portefeuilles. Cela n'aurait été ni professionnel en termes de qualité du travail technique au regard de la relative jeunesse des approches de l'ISR et des difficultés objectives qui caractérisent ces sujets, ni raisonnable en terme de délais compte tenu de la nécessité pour le FRR de se mettre en position d'activer les mandats aussi rapidement que possible. Il est apparu plus pertinent de s'engager dans une démarche collective où l'élaboration progressive de la doctrine d'investisseur socialement responsable du Fonds sera faite en concertation et avec l'aide des différents gérants qui seront sélectionnés, au vu de leurs méthodologies, de l'application de celles-ci et de leurs performances, sans oublier l'ensemble des autres acteurs intéressés.

C'est pourquoi les questionnaires adressés aux candidats et les cahiers des charges de l'appel d'offres portant sur les lots 3 et 8 évoqués plus haut sont ouverts aux différentes approches existantes de l'ISR et, le cas échéant, à des gérants qui n'ont pas encore mis en œuvre une gestion socialement responsable, mais qui expriment leur volonté de travailler avec le FRR dans cette direction. Quatre engagements sont néanmoins demandés aux gérants dans ces cahiers des charges :

### ***• Engagement de recherche et d'analyse***

Le FRR souhaite que les sociétés de gestion recherchent et analysent, dans la mesure de la disponibilité des données, des informations pertinentes et de qualité concernant le comportement social et environnemental des entreprises (analyse des documents publics, contacts avec les entreprises et recherche interne, agences...).

Cette analyse a un double objectif : d'une part, permettre d'introduire ces informations au service du processus de sélection (cf. engagement suivant) et, d'autre part, élargir la connaissance des caractéristiques des entreprises, afin d'identifier les critères « extra-financiers » les plus pertinents comme indicateurs de leurs performances futures.

### ***• Engagement de comportement pour la prise en compte de critères extra-financiers***

En s'appuyant sur ces travaux de recherche et d'analyse, le FRR souhaite que les sociétés de gestion tentent de prendre en compte progressivement, si elles ne l'ont pas déjà, dans leur processus de sélection de titres, des critères extra-financiers sur la base de principes qui font l'objet d'un consensus international large. Elles pourront proposer le référentiel qu'elles utilisent ou, au minimum, s'en tenir aux neuf principes du Pacte Mondial (Global Compact de l'ONU - cf. encadré page suivante). L'intégration de ces critères au processus de gestion peut être progressive selon les sociétés de gestion, mais doit s'inscrire dans la perspective de l'élaboration d'une gestion socialement responsable. Par ailleurs, elle doit se faire dans le respect du budget de risque et de l'objectif de gestion défini par le mandat.

## Les neuf principes du Pacte Mondial de l'ONU

### **Droits de l'homme**

Principe n° 1 : Les entreprises sont invitées à promouvoir et à respecter la protection du droit international relatif aux droits de l'homme dans leur sphère d'influence

Principe n° 2 : À veiller à ce que leurs propres compagnies ne se rendent pas complices de violations des droits de l'homme.

### **Normes du travail**

Principe n° 3 : Les entreprises sont invitées à respecter la liberté d'association et à reconnaître le droit de négociation collective

Principe n° 4 : L'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire

Principe n° 5 : L'abolition effective du travail des enfants

Principe n° 6 : L'élimination de la discrimination en matière d'emploi et de profession.

### **Environnement**

Principe n° 7 : Les entreprises sont invitées à appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant l'environnement

Principe n° 8 : À entreprendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement

Principe n° 9 : À favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.

### • **Engagement de transparence**

Le FRR souhaite que les sociétés de gestion reportent sur la manière dont elles auront intégré des critères extra-financiers dans leur processus de gestion d'une part et sur le résultat de l'application des filtres ISR sur le portefeuille (composition, performance, risque...) d'autre part.

### • **Engagement d'échanges avec le FRR**

Les mandataires devront partager l'information sur les entreprises, la mise en œuvre de leur méthodologie et leur expérience de gestion avec le FRR, pour l'aider à construire son propre référentiel et sa propre méthode.

Au total, la problématique de l'investissement socialement responsable fait partie intégrante de l'identité du Fonds telle qu'elle a été esquissée par le législateur et complétée par son Conseil de Surveillance. Cette ambition doit permettre de revendiquer une gestion socialement responsable de son portefeuille mais, pour réussir, cet effort ne peut être solitaire. Il doit être partagé avec l'ensemble des parties prenantes et au premier chef les gérants, ce que le statut et la taille du FRR lui permettent d'initier. Cet effort de construction d'un référentiel propre au FRR profitera aussi des leçons qu'il sera possible de tirer, tant en termes de processus d'investissement que de performances, d'une « poche ISR » dédiée, dont les caractéristiques seront définies d'ici la fin de l'année 2004.

# Le processus de sélection des gérants

## L'appel d'offres

Le Directoire du FRR a lancé le 31 juillet 2003 un appel d'offres international pour la gestion de ses réserves, exceptionnel par son ampleur (16 milliards d'euros). Cet appel d'offres concerne 12 classes d'actifs et prévoit l'attribution de 27 mandats de gestion, auxquels s'ajoutent 12 mandats stand-by qui sont des mandats que le FRR se réserve la possibilité d'abonder 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). Les douze lots du marché correspondent aux pondérations fixées par le Conseil de Surveillance en avril 2003 dans sa délibération sur les orientations générales de la politique de placement du FRR.

S'agissant de la durée des mandats, le Directoire a retenu trois ans pour les classes d'actifs « actions zone euro grandes capitalisations - gestion passive » (lot 1) et « actions Etats-Unis grandes capitalisations gestion passive » (lot 4), cinq ans pour les « petites et moyennes capitalisations zone euro » (lot 2) et « actions Etats-Unis moyennes capitalisations » (lot 5). Tous les autres mandats seront d'une durée de quatre ans.

Régi par les règles des directives européennes et de la législation française en matière de marchés publics, cet appel d'offres restreint de niveau européen comporte deux phases : la sélection des candidatures des sociétés et la sélection des offres des candidats sélectionnés à l'issue de la première phase.

Conformément aux textes régissant le FRR, le Directoire est, tout au long de la procédure de l'appel d'offres, assisté pour le dépouillement et l'analyse des dossiers par le Comité de sélection des gérants. Ce dernier est également consulté sur les cahiers des charges. Au cours des différentes phases de la procédure de sélection, le Comité formule des avis destinés à éclairer les décisions du Directoire, pour la sélection des candidatures, puis des offres, en vue de l'attribution des mandats de gestion confiés par le Fonds.

## La sélection des candidatures

Les sociétés de gestion admises à participer à l'appel d'offres doivent avoir la qualité d'entreprise d'investissement exerçant à titre principal la gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Elles peuvent avoir leur siège social en France, auquel cas elles doivent pouvoir justifier de leur agrément par la COB (AMF aujourd'hui). Elles doivent être domiciliées dans un Etat membre de l'Union Européenne ou de l'Espace Économique Européen. Un agrément dans leur pays d'origine doit alors être produit. Cependant, pour exercer leur activité en France, elles doivent avoir notifié à leur autorité d'origine en contact avec le régulateur français leur volonté d'intervenir sur le territoire français en libre prestation de services ou par l'établissement d'une succursale. Les sociétés de gestion ont la faculté de se porter candidates à un ou plusieurs lots.

Les critères de sélection des candidatures fixés dans le règlement de la consultation ont été les suivants :

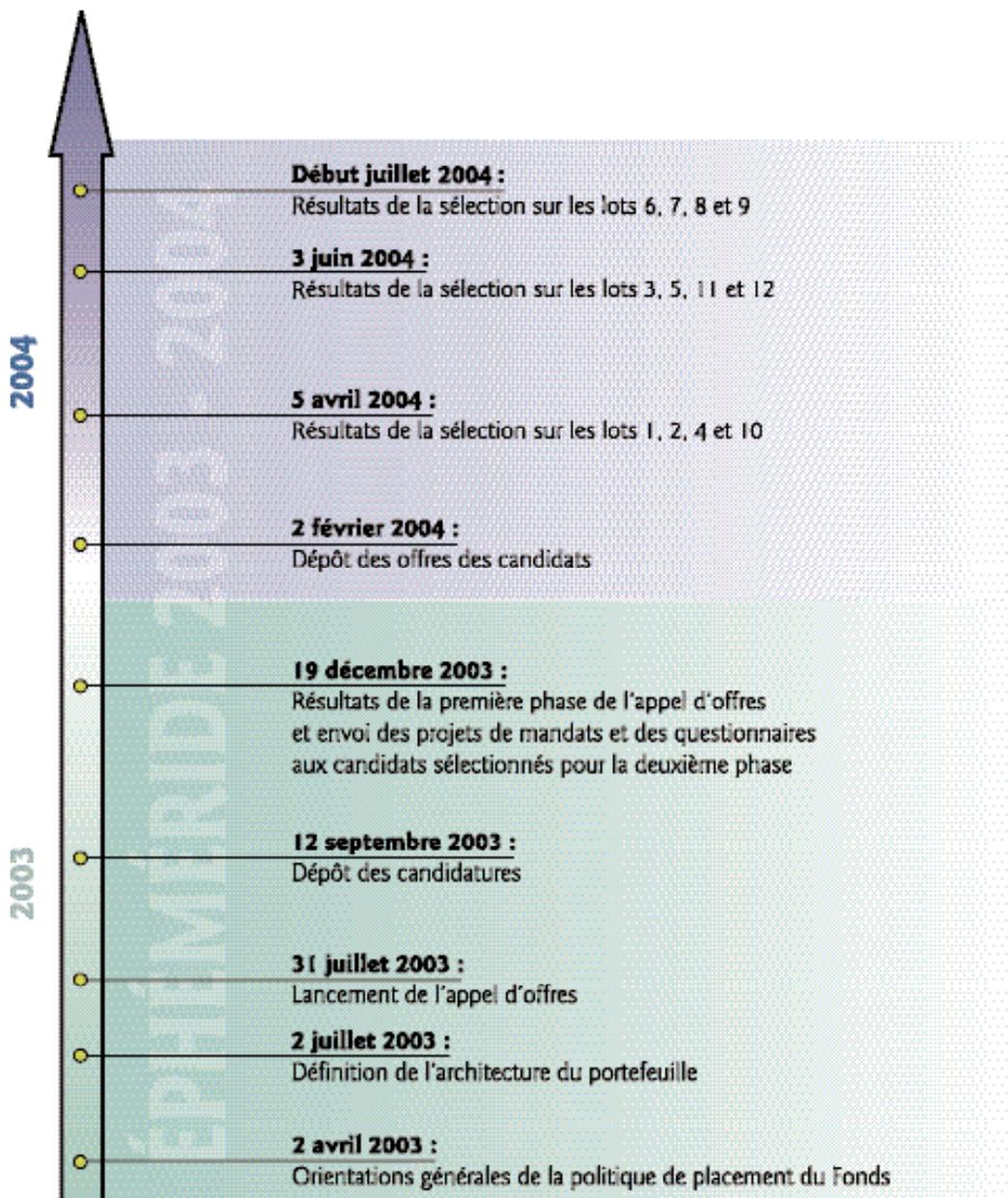
- l'expérience dans la gestion financière de mandats comparables,
- la solidité et la pérennité de la société de gestion candidate,
- l'adéquation de l'organisation de celle-ci aux besoins de fonctionnement opérationnels du FRR.

Au terme de la première phase de la procédure, fixée au 12 septembre 2003, date limite de dépôt des candidatures, le Comité de sélection des gérants, réuni en commission d'appel d'offres, a exa-

miné d'une part, la recevabilité des candidatures au regard des critères fixés dans le règlement de la consultation et, d'autre part, analysé les dossiers de chaque candidat pour chacun des douze lots retenus par le Directoire.

Par ailleurs, les projets de mandats de gestion correspondant aux 12 classes d'actifs, ainsi que les questionnaires de deuxième phase, constituant le cahier des charges ont été finalisés. Ils ont reçu l'accord des ministères de tutelle du Fonds.

Le Directoire a notifié à mi-décembre 2003 les résultats de la sélection de première phase aux sociétés de gestion candidates. Sur les 410 candidatures reçues, 137 ont été retenues, émanant d'une soixantaine de sociétés de gestion. Les candidats sélectionnés ont reçu une lettre d'invitation à soumissionner, comprenant l'ensemble des éléments nécessaires à l'établissement de l'offre et, notamment, les contrats de mandat de gestion et leurs annexes ainsi qu'un questionnaire détaillé visant à permettre d'évaluer les capacités des candidats. Tout au long de ce processus, le FRR a bénéficié de l'assistance d'un consultant financier (Mercer investment consulting) et d'un cabinet d'avocats (August & Debouzy).



## La sélection des offres

Les sociétés de gestion admises à présenter une offre dans la seconde phase de la procédure avaient jusqu'au 2 février 2004 pour élaborer et transmettre au FRR leur offre définitive. Les critères d'appréciation des offres prévus par le règlement de la consultation sont, par ordre décroissant d'importance :

- Le processus de gestion proposé :
  - Les moyens humains et techniques dédiés
  - La cohérence de ce processus avec les sources de performances
  - L'adéquation aux objectifs financiers du FRR
  
- La qualité de l'organisation opérationnelle :
  - Le contrôle des risques
  - Le reporting
  - L'éventail des modalités de coopération technique avec le FRR
  
- L'ensemble des coûts de gestion.

Après dépouillement et analyse des offres, les candidats les mieux classés sont invités à venir répondre à des questions du Comité de sélection des gérants. Ce dernier adresse au Directoire un rapport qui, au terme d'un processus particulièrement lourd en raison du nombre d'offres étudiées, prend les décisions d'attribution des mandats.

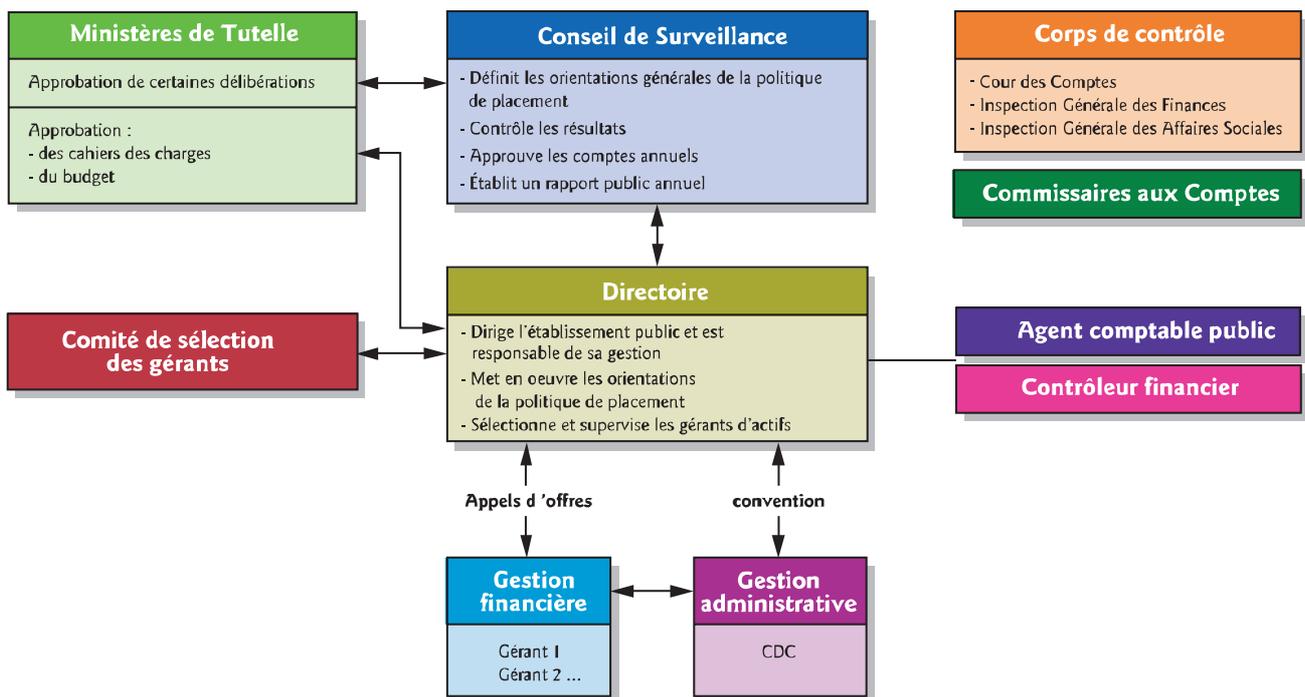
# L'organisation du Fonds et sa gestion en 2003

Le FRR s'est attaché, sur l'année 2003, à la construction de son organisation, qui a impliqué la conduite de nombreux chantiers simultanés pour la mise en place de ses infrastructures de fonctionnement, personnel, locaux et systèmes informatiques.

## L'organisation du Fonds est structurée autour de trois directions qui, au 31 décembre 2003, regroupaient 26 collaborateurs :

- **la direction financière** est en charge de préparer les orientations stratégiques en matière d'allocation d'actifs proposées par le Directoire au Conseil de Surveillance, d'analyser les offres des sociétés de gestion et de construire les instruments d'analyse permettant de préparer les décisions du Directoire en matière d'allocation tactique. Après activation des mandats de gestion, la direction assurera le contrôle de leur exécution (sur le plan économique et financier).
- **la direction exploitation et contrôle des risques** est responsable de la mise en place et du suivi des systèmes d'informations partagés ou dédiés, du contrôle des risques et des instruments de reporting. Elle est également chargée de la mise en place et du suivi de la comptabilité des titres ainsi que de la gestion des données des systèmes d'informations du Fonds.
- **la direction administrative et juridique** est responsable du pilotage juridique du FRR : mise en place et gestion des contrats (relations avec les sociétés de gestion durant la vie des mandats et avec les autres prestataires du FRR) ; gestion des processus de sélection des prestataires du FRR ; suivi des relations contractuelles avec le teneur de compte conservateur des actifs du FRR (CDC) ; élaboration et mise en œuvre de la politique d'exercice des droits de vote du Fonds. La direction assure également les relations avec les commissaires aux comptes et le pilotage budgétaire du Fonds. Elle est enfin en charge de la politique de communication du FRR.

### L'organisation du FRR



## Les missions de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et les relations entre les deux établissements publics.

La Caisse des dépôts assure, selon les modalités fixées par le décret du 19 décembre 2001, la gestion administrative du FRR qui recouvre, en particulier, des services essentiels pour la vie opérationnelle du Fonds, comme la gestion courante de la trésorerie, le service de conservation prévu au 1° de l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier et une assistance à la mise en place des systèmes de gestion (cf. infra).

Cette mission est exercée sous l'autorité du Directoire du FRR et de manière indépendante des autres activités de la CDC. Elle donne lieu au versement par le Fonds de frais de gestion à hauteur des dépenses exposées. Elle est exercée dans le cadre des textes régissant le FRR et des règlements intérieurs de ses instances. Une convention-cadre entre le FRR et la CDC, organisant cette gestion administrative, a été signée le 26 juin 2003, après avoir été approuvée par les ministères de tutelles.

Dans ce cadre, le FRR et la Caisse des dépôts définissent conjointement, au sein d'une convention annuelle d'objectifs, de moyens et de performance (COMP), les prestations rendues par la CDC dans l'exercice de sa mission, ainsi que les différents moyens qui y sont affectés. Ce document fixe la grille tarifaire des services, définit des indicateurs de performance liés aux prestations et présente la procédure budgétaire. Il a vocation à être revu chaque année en fonction des objectifs de gestion du FRR.

La construction du budget 2004 du FRR s'est appuyée sur l'élaboration de la première convention d'objectifs, de moyens et de performance, négociée avec la Caisse des dépôts au cours du dernier trimestre 2003. Dans ce cadre, le FRR et la CDC ont souhaité définir conjointement des indicateurs permettant de situer les prestations rendues au Fonds par rapport aux standards de marché. Une mission de conseil externe, confiée au cabinet Mc KINSEY, a été diligentée par le Directoire à cet effet, portant sur la détermination d'indicateurs de performance et de référentiels, notamment sur les fonctions de conservation, de dépositaire et de valorisation.

La convention, valable pour l'année 2004, a ainsi fixé des indicateurs de performance permettant de s'assurer de la qualité des prestations servies par la CDC. Ces indicateurs seront enrichis au fur et à mesure de la montée en charge de l'activité opérationnelle du Fonds.

## Les systèmes de gestion

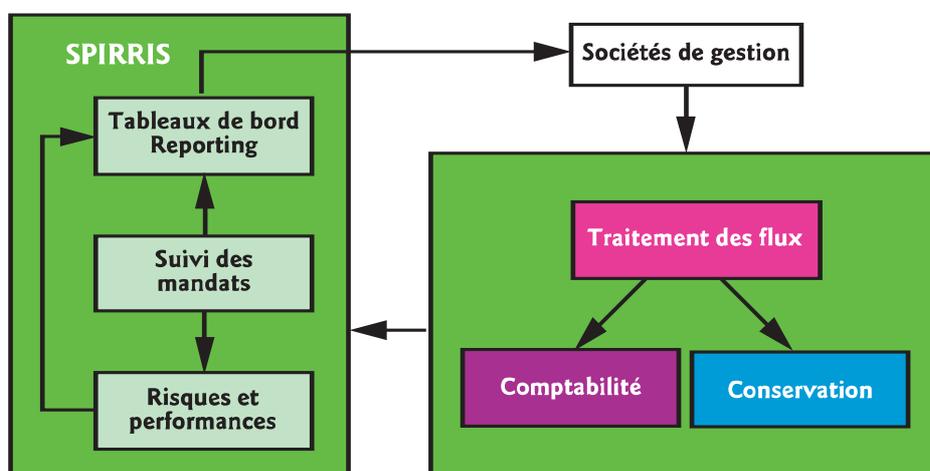
La gestion de l'activité titres du FRR s'appuie sur l'expérience de teneur de compte conservateur de la Caisse des dépôts. Afin de minimiser les coûts, celle-ci utilise les systèmes d'information de sa filière titres, adaptés en tant que de besoin aux particularités du FRR. Le Fonds est toutefois amené à se doter de certains outils spécifiques, notamment pour assurer le suivi des risques et de la performance des gestionnaires.

Le FRR doit en effet être à même de suivre et de contrôler de nombreuses sociétés de gestion. Les investissements étant très diversifiés en terme de pays, de devises et de produits (valeurs mobilières, futures, dérivés sur marché réglementé, produits de gré à gré), le contrôle de l'exécution des mandats de gestion exige des systèmes pointus, performants et adaptés aux différentes classes d'actifs composant les portefeuilles du FRR.

Le FRR dispose d'un système de gestion permettant :

- la centralisation des ordres en provenance des sociétés de gestion
- le suivi des ratios d'emprise (franchissements de seuils statutaires et légaux en vue des déclarations légales, ratio prudentiel limitant à 3% les actions et titres participatifs d'un même émetteur)
- l'évaluation des performances (contrôle et analyse de la performance réalisée sur chacun des mandats, au vu des objectifs de gestion et de risque propres à chaque mandat)
- la communication d'information de manière sécurisée avec chaque société de gestion
- l'archivage des données internes, mais aussi celles en provenance des sociétés de gestion.

## Architecture fonctionnelle d'ensemble



Le suivi par le FRR des opérations financières des gérants a été développé dans un outil propre - dénommé Système de Pilotage, Reporting, RISques (SPIRRIS) – qui couvre les fonctions de gestion des données, intégration des flux, restitution, contrôles et calculs. Cet outil dédié est à même de fournir aux organes de direction du FRR des reportings et tableaux de bord permettant de contrôler la conformité des investissements des sociétés de gestion aux mandats qui leur sont confiés et de valider la qualité de service de ses prestataires.

Dans le cadre du contrôle des risques, recouvrant le suivi des risques financiers pris au niveau de chaque mandat, ainsi que le risque pris globalement au niveau du FRR, le Fonds a recours à des outils internes, mais aussi à des prestataires fournisseurs d'informations financières, spécialisés notamment sur la fourniture d'indices et de séries économiques et financières.

Concernant les aspects comptables, le FRR constitue une entité unique disposant d'une comptabilité propre qui, dans ses différentes composantes (comptabilité générale et matière, inventaire et rapport annuel), relève de la responsabilité de l'agent comptable du Fonds.

## Eléments budgétaires

Le budget du FRR a été adopté par le Directoire en mars 2003 et approuvé ensuite par les tutelles. Il est à noter que le budget 2003 du Fonds n'intègre pas encore de coûts opérationnels, reflet d'une gestion financière active, ainsi que ce sera le cas en rythme de croisière, après attribution des mandats.

Les dépenses de fonctionnement 2003 du FRR se composent des éléments développés ci-après, la présentation budgétaire étant conforme au plan comptable des organismes de sécurité sociale, retenu pour la comptabilité du FRR :

| BUDGET FRR 2003                               | M€            |
|---|---------------|
| Charges de personnel (1)                      | 3,739         |
| Frais généraux / Supports, logistique (2)     | 1,511         |
| Informatique (système dédié) (3)              | 0,332         |
| Conservation, administration de fonds (4)     | 1,345         |
| Frais de premier établissement*               | 5,156         |
| Consultants et autres services extérieurs (5) | 1,620         |
| Commissions de gestion financière (6)         | 0,000         |
| <b>TOTAL</b>                                  | <b>13,703</b> |

\* Ces frais de premier établissement correspondent au coût de prestations réalisées pour le FRR par la CDC (dépenses engagées sur 2001 et 2002 pour la constitution administrative du Fonds).

### 1. Charges de personnel

La masse salariale correspond :

- aux rémunérations des deux membres du Directoire et de l'agent comptable,
- aux indemnités des membres du Comité de sélection des gérants,
- aux frais de personnel des autres collaborateurs du Fonds : rémunération des agents placés sous l'autorité du Directoire du FRR (26 personnes étaient employées à fin 2003), dépenses d'intérim et de formation.

### 2. Frais généraux / Supports, logistique

Charges immobilières et dépenses de téléphonie pour 803 K€ ; fournitures, matériel de bureau, frais de mission ; fonctions support CDC (gestion du personnel, traitement de la facturation, appui à la communication, construction du site internet...) à hauteur de 593 k€.

### 3. Informatique (système dédié)

Location et mise en place de progiciels, mise à disposition de matériel bureautique.

### 4. Conservation, administration de fonds

Dépenses de mise en place. Travaux d'adaptation aux spécificités FRR réalisés sur les systèmes CDC (comptabilité patrimoniale / titres, comptabilité générale).

### 5. Consultants / Autres services extérieurs

Honoraires de consultants : assistance technique et financière à la procédure de sélection des sociétés de gestion, conseil juridique et assistance à maîtrise d'ouvrage informatique. Prestations de services divers (traduction, communication...), frais postaux, frais de mission.

### 6. Commissions de gestion financière

Ce poste est non significatif en 2003, son activation étant prévue sur 2004 avec la montée en charge des portefeuilles gérés sous mandat.

## La gestion de la trésorerie

Depuis la création de l'établissement, et dans l'attente de la mise en place de la gestion financière par les sociétés d'investissement, la gestion de la trésorerie a privilégié la sécurité et la disponibilité des fonds.

Dans le courant de l'année 2003, le solde du compte courant rémunéré à l'Agence Comptable Centrale du Trésor (A.C.C.T.) a été progressivement transféré sur des comptes à terme, tout d'abord à l'A.C.C.T. puis sur les comptes du FRR à la Caisse des dépôts et consignations.

Afin de protéger la trésorerie du FRR contre toute évolution des taux quelle qu'elle soit, la rémunération de ces comptes à terme a été systématiquement répartie entre taux fixe et taux variable. Cette approche prudente dans la politique de placement a permis de dégager, sur la période allant du 1er juillet 2002 au 31 décembre 2003, des produits financiers à hauteur de 425,78 millions d'euros, qui représentent, sur la base d'une trésorerie quotidienne moyenne de 11,68 milliards d'euros, un rendement de 2,43 %.

La gestion de la trésorerie, qui s'élevait au 31 décembre 2003 à 14,66 Mds d'euros, sera poursuivie sur les mêmes bases et selon les mêmes principes de précaution jusqu'à la mise en place des mandats de gestion par les sociétés d'investissement.

**Les chantiers en cours  
ou à venir**

## 1 - Les appels d'offres complémentaires

Parallèlement au processus de sélection des gérants, et afin de compléter le dispositif de la gestion financière, le FRR a lancé en janvier 2004 une procédure de sélection d'un courtier de transition ainsi que d'un gestionnaire transversal (*overlay*) de l'allocation tactique et du risque de change du FRR. Ces processus de sélection se déroulent dans le cadre du nouveau Code des marchés publics, selon la procédure de dialogue compétitif, permettant de construire techniquement le cahier des charges de la prestation en dialoguant avec les candidats.

- **Le courtier de transition** : sa mission sera d'exécuter, voire de recevoir et de transmettre pour exécution, des ordres d'achat et de vente d'instruments financiers pendant les périodes de mise en place de portefeuilles pour le compte du FRR, le courtier agissant par l'intermédiaire des gestionnaires d'actifs. Ce mandat contribuera à optimiser, en termes de sécurité et de coût, la construction des portefeuilles du FRR. L'afflux massif de liquidités est de nature à déséquilibrer les marchés, d'où la nécessité de s'attacher les compétences d'un professionnel qui a la charge de limiter l'impact sur les cours durant la période de transition ;
- **Le gestionnaire transversal** : il développera un rôle de conseil auprès du Directoire du FRR dans la mise en œuvre de ses choix d'allocation tactique et assurera la gestion de l'exposition au risque de change de son portefeuille.  
S'agissant de ces deux mandats, le FRR bénéficie des services d'un consultant financier (Mercer investment consulting) et d'un cabinet d'avocats (Allen & Overy).

**2** - Parallèlement à l'achèvement du processus de sélection des gérants prévu à la fin du premier semestre 2004, les travaux préparatoires à **l'activation des portefeuilles** ont été engagés avec les différents gérants d'ores et déjà sélectionnés. Il appartiendra ensuite au Directoire du FRR de prendre les décisions d'investissement en fonction des niveaux atteints par les marchés financiers.

**3** - D'ici la fin de l'année 2004, enfin, le Directoire du FRR s'est fixé comme objectif d'être en mesure de proposer au Conseil de Surveillance un **référentiel** détaillant les principes de la politique du Fonds en matière d'exercice des droits de vote et d'avoir mené les travaux de réflexion technique préalables au lancement d'appels d'offres sur une **poche dédiée à l'investissement socialement responsable**, ainsi que sur des **titres non-cotés**.





Pour toute information complémentaire :

## FRR – Communication

Téléphone : 01 58 50 99 86

Télécopie : 01 58 50 05 33

Site internet du FRR :  
[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)





# FRR

*Fonds de réserve pour les retraites*

---

84, rue de Lille - 75007 Paris  
[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)