

Rapport annuel 2004

Raoul Briet Président du Conseil de surveillance
Francis Mayer Président du Directoire



Message du Président du Conseil de surveillance et du Président du Directoire

Alors que l'année 2003 avait été celle des choix déterminants pour le devenir du FRR, l'année 2004 a été celle du démarrage opérationnel.

Le processus de sélection des sociétés de gestion a été achevé en juillet 2004 : 38 mandats de gestion ont été attribués pour un montant indicatif de 16 milliards d'euros couvrant 12 classes d'actifs. A la même date ont été sélectionnés le courtier de transition et le gestionnaire transversal, ce qui a permis d'entamer dès juillet 2004 l'activation des premiers mandats. À la fin 2004, le FRR avait ainsi investi près de 6,4 milliards d'euros sur les marchés financiers et cette démarche s'est poursuivie de façon régulière puisqu'à fin avril 2005 plus de 12 milliards d'euros d'actifs étaient investis. Le FRR a retenu une stratégie d'investissement progressive, visant à lisser les points d'entrée dans une approche de diversification à long terme des risques. Sans négliger aucune classe d'actifs, il a, au vu de la situation des marchés, privilégié l'activation des mandats portant sur les marchés actions, en particulier le marché européen, et, en sens inverse, étalé davantage l'activation des mandats obligataires. Parallèlement à ce démarrage opérationnel, le FRR a affiné la mise en œuvre de sa stratégie financière en définissant la marge de manœuvre tactique allouée au Directoire autour des valeurs cibles de l'allocation stratégique. Il a aussi confirmé l'inclusion dans cette dernière de titres en capital non cotés en vue d'un appel d'offres en 2005. Les équipes du FRR ont poursuivi leurs travaux, en liaison avec les acteurs concernés, afin de déterminer la doctrine du Fonds pour les futurs mandats de gestion caractérisés par des critères socialement responsables.

Conformément aux orientations arrêtées en 2003, le FRR a, enfin, défini et rendu publiques ses lignes directrices concernant l'exercice de ses droits de vote dans le capital des entreprises au sein desquelles les gérants ont investi pour son compte.

À travers l'ensemble de ses actions et grâce à l'expertise et à l'implication quotidienne de ses équipes, le FRR a entendu affirmer son identité : celle d'un investisseur de long terme au service de la pérennité du système français de retraites, soucieux du meilleur arbitrage possible entre recherche du rendement financier et maîtrise des risques et désireux de participer activement au mouvement d'ensemble cherchant à promouvoir l'investissement socialement responsable. Il vise également à être reconnu comme un investisseur institutionnel de référence, innovant et exigeant, appliqué à la maîtrise de ses coûts.

Le professionnalisme et la transparence dans la conduite de l'appel d'offres initial, salués par de nombreux observateurs français et étrangers ainsi que la confiance manifestée par le Parlement qui a décidé fin 2004 de confier au FRR jusqu'en 2020 la gestion de 3,1 milliards d'euros provenant de la soulte due par les industries électriques et gazières à la Caisse nationale d'assurance vieillesse, sont deux encouragements forts à poursuivre dans la voie ainsi tracée.

Le Fonds de réserve pour les retraites

Le Fonds de réserve pour les retraites – FRR – a pour mission de gérer, dans une perspective de long terme, les sommes qui lui sont affectées, en les mettant en réserve jusqu'en 2020.

Instauré en tant qu'établissement public de l'État à caractère administratif par la loi du 17 juillet 2001, le FRR a vocation à contribuer à la pérennité des régimes obligatoires d'assurance vieillesse (le régime général, CNAVTS), des régimes alignés des salariés agricoles (ORGANIC) et des artisans (CANCAVA), et à accompagner les adaptations des régimes du système de retraites français par répartition, afin de permettre de mieux répartir dans le temps, et entre générations, les efforts susceptibles d'être demandés face aux évolutions démographiques.

Le FRR, dont les réserves s'élevaient à 19,256 milliards d'euros au 31 décembre 2004, 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 Caisse d'épargne, produit de la vente des licences UMTS...),
- des dotations de nature diverse.

Les instances dirigeantes du FRR sont organisées autour du Conseil de surveillance et du Directoire.

Le Conseil de surveillance, qui compte 20 membres, 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 personnes qualifiées dans les domaines relevant des missions du FRR.

Le Conseil de surveillance est notamment en charge de la définition des orientations générales de la politique de placement des actifs du Fonds et du contrôle des résultats et des comptes annuels.

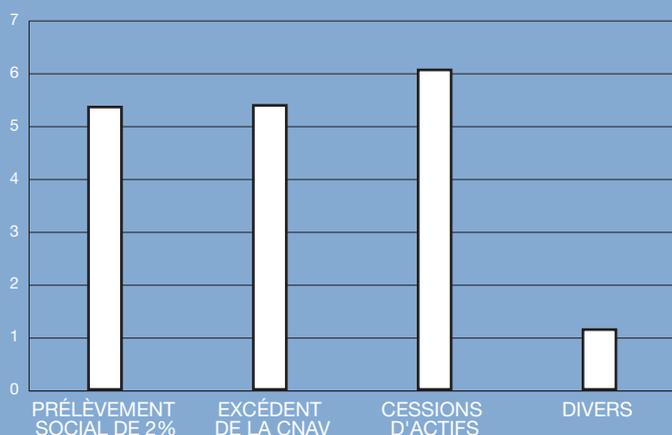
En 2004, année de démarrage opérationnel du Fonds, il s'est réuni deux fois : en mai, à l'occasion de l'examen de l'arrêté des comptes et du rapport de gestion de l'exercice 2003, et en septembre, pour un premier bilan du processus de sélection des gérants conduit par le Fonds.

Le Directoire, constitué de trois membres, est présidé par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations. Il est responsable de la gestion du Fonds, dont il rend compte régulièrement au Conseil de surveillance, et met en œuvre les orientations de la politique de placement définie par ce dernier, en contrôlant leur respect.

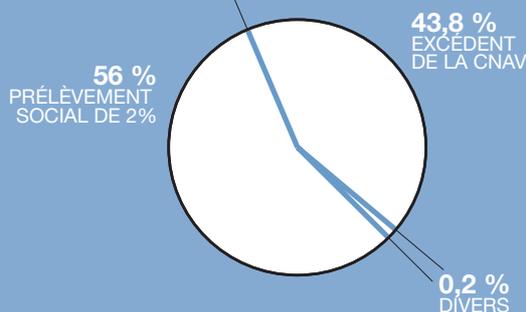
Le Directoire est assisté, dans la sélection de sociétés d'investissement en charge de la gestion de actifs du FRR, par un comité de sélection de gérants, auquel il est fait rapport sur l'exécution des mandats de gestion.

NATURE DES DOTATIONS DU FRR CUMULÉES AU 31/12/2004

en milliards d'euros



DOTATIONS 2004



Le bilan du processus de sélection conduit par le FRR

L'année 2004 aura été celle du démarrage opérationnel du FRR, avec l'achèvement du processus de sélection des sociétés de gestion en juillet 2004.

Cet appel d'offres international, lancé par le Fonds le 31 juillet 2003, portait sur un montant indicatif de 16 milliards d'euros, et couvrait 12 classes d'actifs – soit 39 mandats de gestion, dont 12 mandats stand-by (mandats que le FRR se réserve la possibilité d'abonder si besoin).

Ce processus de sélection, très exigeant, tant pour le FRR que pour les candidats, s'est caractérisé par son indépendance et sa transparence. Il a été structuré en deux étapes :
– admissibilité au vu des critères essentiellement quantitatifs d'expérience ; sur 410 candidatures reçues, 137 ont été retenues sur cette première phase,
– envoi d'un questionnaire aux admissibles et, après analyse des offres déposées, entretiens avec les sociétés les mieux placées en vue d'obtenir des précisions par rapport à l'offre.

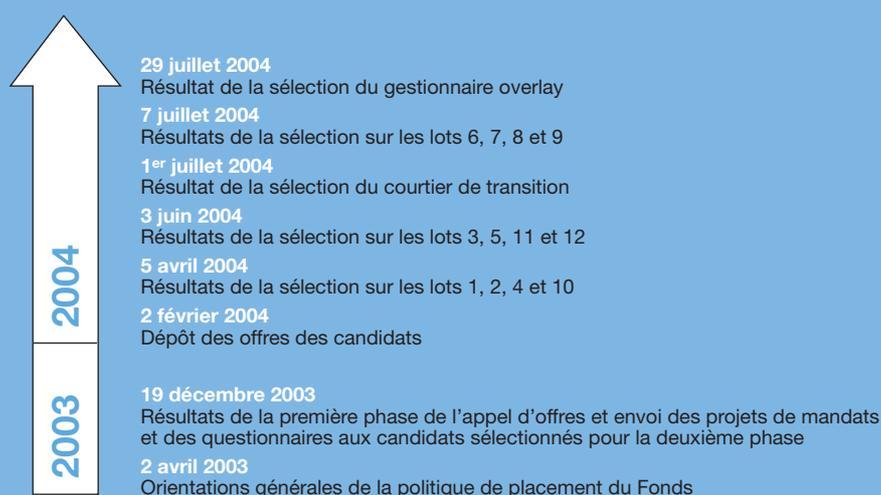
Les équipes du FRR ont été assistées sur leurs travaux d'analyse technique des offres par un consultant financier externe.

Au terme du processus de sélection, 38 mandats de gestion ont été attribués, dont 11 stand-by (un par classe d'actifs, à l'exception du lot 1 « Actions zone euro grande capitalisation) pour une taille unitaire indicative de mandat allant de 240 millions à 960 millions d'euros et une moyenne de 600 millions d'euros.

L'ampleur de cet appel d'offres – le plus important jamais réalisé en une seule fois –, sa visibilité internationale et l'intérêt exceptionnel qu'il a suscité dans le marché, la diversité des classes d'actifs concernées ont été salués par la communauté financière et la presse française et internationale.

Le FRR a également piloté, en 2004, les appels d'offres destinés à sélectionner un courtier de transition (aux fins de centralisation des ordres d'achat des gérants durant la seule période de constitution des portefeuilles, pour en diminuer le coût et en faciliter l'exécution) et un gestionnaire transversal, dit overlay, (gestion de l'allocation tactique et du risque de change).

CALENDRIER DE LA PROCÉDURE DE SÉLECTION



La consolidation de l'organisation du FRR

L'année 2004 s'est caractérisée par la mise en place opérationnelle du Fonds et la consolidation de son organisation, de ses outils et de ses structures. Les équipes du FRR, regroupées autour de trois directions, qui au 31 décembre 2004 comptaient 27 collaborateurs, ont poursuivi les travaux de formalisation des procédures de travail, en particulier pour assurer le suivi de la gestion des mandats et le contrôle des risques liés aux investissements réalisés dans le cadre de l'activation des portefeuilles.

Le Directoire du FRR a adopté en novembre 2003 le budget de l'année 2004.

S'agissant du premier budget intégrant des coûts afférents au démarrage de l'activité opérationnelle du Fonds, lié à l'activation des portefeuilles après l'achèvement du processus de sélection des sociétés de gestion, la structure même et le volume des principaux postes de ce budget diffèrent substantiellement de ceux du budget de 2003, notamment concernant les frais directement liés à la gestion financière du FRR (commissions de gestion et frais sur titres).

Ce budget reflète également la consolidation de l'organisation du FRR, nécessitant des moyens humains et techniques appropriés, moyens qui ont été calibrés au regard des objectifs fixés au Fonds par son Conseil de surveillance.

BUDGET

en millions d'euros

	2003	2004
Charges de personnel	3,739	4,482
Gestion financière	0,000	4,824
Conservation / administration de fonds	1,345	4,673
Informatique (SI dédié)	0,332	1,083
Consultants	1,620	0,994
Autres frais généraux	1,511	1,646
Frais de premier établissement *	5,156	-
Total	13,703	17,702

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

Retour sur l'allocation stratégique

Le FRR a défini son allocation stratégique initiale au printemps 2003. Cette allocation a été bâtie à partir d'un univers d'investissement autorisé par la réglementation applicable au Fonds et pour lequel le Conseil de surveillance avait préalablement marqué son accord : actions des pays de l'OCDE, obligations gouvernementales des mêmes pays, obligations privées appartenant à la catégorie « investissement » et obligations indexées sur l'inflation.

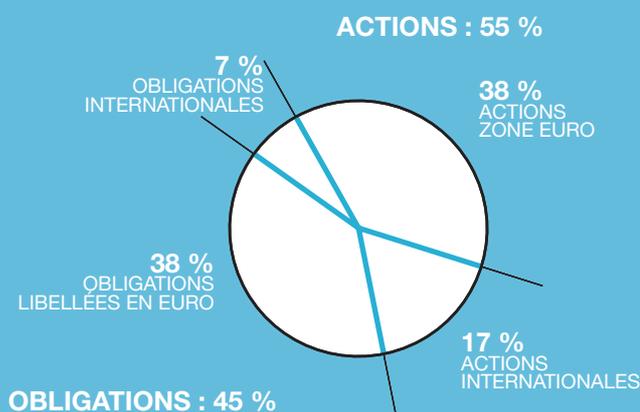
Des cibles stratégiques ont été définies pour chacune des grandes catégories d'actifs (cf. graphique). Le Conseil de surveillance a, parallèlement, octroyé au Directoire du FRR une marge d'allocation pour adapter le poids de ces grandes catégories d'actifs en fonction des évolutions de marché observées au cours du cycle économique. À titre d'exemple, le poids des actions au sein du portefeuille ne devra évoluer autour de sa cible de 55 % que dans une marge de plus ou moins 5,5 points de pourcentage.

Le benchmark stratégique défini par le Conseil de surveillance ne sera naturellement applicable au FRR qu'à partir du moment où l'essentiel du portefeuille sera investi.

Le FRR entend progressivement réfléchir à l'adaptation de cette allocation stratégique, en l'élargissant notamment à de nouvelles classes d'actifs. Ainsi, début 2005, le Conseil de surveillance a marqué son accord, sur une proposition du Directoire, visant à l'ouvrir aux titres en capital non cotés et à sélectionner à cette fin des gestionnaires spécialisés.

RÉPARTITION ACTIONS/OBLIGATIONS

Source : FRR



STRATÉGIES DU FRR : LES 12 LOTS

Dénomination	Type de gestion	
Lot 1	Actions Large Cap. de la zone euro	passive
Lot 2	Actions Mid & Small Cap. de la zone euro	active
Lot 3	Actions Large Cap. de la zone euro	active
Lot 4	Actions Large Cap. aux États-Unis	passive
Lot 5	Actions Mid Cap. aux États-Unis	active
Lot 6	Actions Large Cap. style « Value » aux États-Unis	active
Lot 7	Actions Large Cap. style « Growth » aux États-Unis	active
Lot 8	Actions Europe hors zone euro	active
Lot 9	Actions Large Cap. bassin Pacifique pays dév.	active
Lot 10	Obligations souveraines & crédit de la zone euro	active
Lot 11	Obligations internationales indexées sur l'inflation	active
Lot 12	Obligations souveraines et crédit non euro	active

La stratégie d'activation et les investissements réalisés en 2004

À la fin de 2004, le FRR avait investi 6,371 milliards d'euros sur les marchés financiers. Cet investissement, initié à l'issue de l'appel d'offres de sélection des premiers gérants du FRR et d'une phase de mise au point technique des mandats de gestion, s'est effectué sur la base des principes que le Directoire s'était fixé dans sa stratégie d'activation.

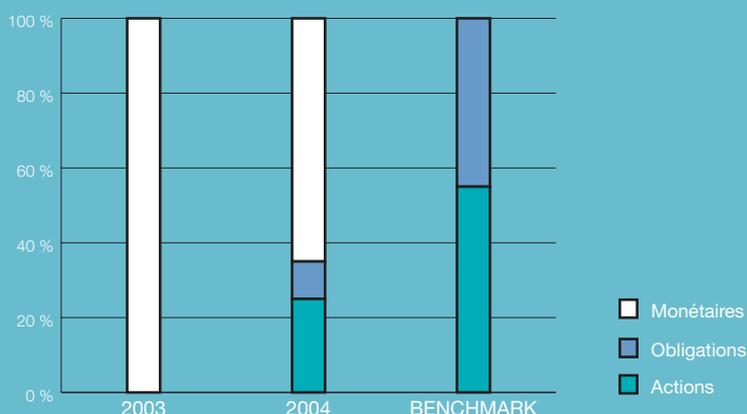
Compte tenu de l'importance des sommes à investir, le FRR n'a pas jugé souhaitable de concentrer sur une seule période son entrée sur les différents marchés d'actifs sur lesquels porte son allocation stratégique. A l'inverse, il a privilégié une stratégie d'investissement progressive, visant à lisser les points d'entrée dans une approche de diversification des risques à long terme. Cette même approche l'a également conduit à activer des mandats de gestion sur l'ensemble des classes d'actifs constitutives de sa stratégie. Pour autant, certaines classes d'actifs ont été investies plus rapidement que d'autres, pour tenir compte des différences de valorisation. Cette stratégie a ainsi conduit le FRR à privilégier, sur le second semestre 2004, l'activation des mandats portant sur les marchés actions, et en particulier les marchés actions européens. La situation des marchés obligataires, présentant des points d'entrée élevés dans une perspective de long terme, a en revanche incité le FRR à davantage étaler l'activation des mandats obligataires.

Le FRR a investi le tiers de ses avoirs entre la fin juin et le 31 décembre 2004. Au 31 décembre 2004, la répartition du portefeuille FRR était la suivante : 25,6 % d'actions, 7,8 % d'obligations et 66,6 % en trésorerie.

La structure internationale du portefeuille FRR a parallèlement conduit à retenir une fourchette de couverture du risque de change comprise entre 80 % et 100 % pour les actifs investis en dehors de la zone euro.

Les portefeuilles activés ont été investis en s'appuyant sur un courtier de transition chargé d'optimiser les coûts d'exécution sur des volumes d'achat de titres très importants.

RÉPARTITION DE L'ACTIF TOTAL DU FRR AU 31/12 DE CHAQUE ANNÉE



L'évolution des marchés en 2004

L'environnement économique

L'année 2004 a vu se consolider la reprise économique enclenchée en 2003. La croissance a été robuste aux États-Unis (4,4 %) et a commencé à s'y traduire par des créations d'emploi. Le Japon a enregistré une croissance de 2,6 %, ses exportations tirant notamment profit de l'essor de ses partenaires régionaux, à commencer par la Chine, dont le PIB aurait continué à croître à un rythme proche de 10 %. L'activité dans la zone euro, bien qu'en net rebond, est restée un peu en retrait, en hausse de 1,8 %, pénalisée notamment par la faiblesse persistante de la demande intérieure allemande.

Deux facteurs ont légèrement assombri l'environnement économique au deuxième semestre. La forte hausse du prix du pétrole associée à la dépréciation sensible du dollar a, en effet, pu peser sur le climat des affaires et de l'activité industrielle, en particulier européenne, à la fin de l'année.

Marchés actions

Les marchés actions ont connu une année en deux temps. Ils ont, au premier semestre, pâti des craintes de croissance sans emploi aux États-Unis et de ralentissement brutal de l'économie chinoise, avant d'enregistrer une forte progression au second semestre, malgré la hausse concomitante du prix du pétrole. La valorisation historiquement

attractive des actions leur a permis d'amortir ce choc adverse. Tel est particulièrement le cas des marchés asiatiques et européens, qui ont le plus fortement progressé sur le second semestre. Les marchés américains n'ont rattrapé une partie de leur retard qu'à l'automne, à l'issue des élections présidentielles aux États-Unis.

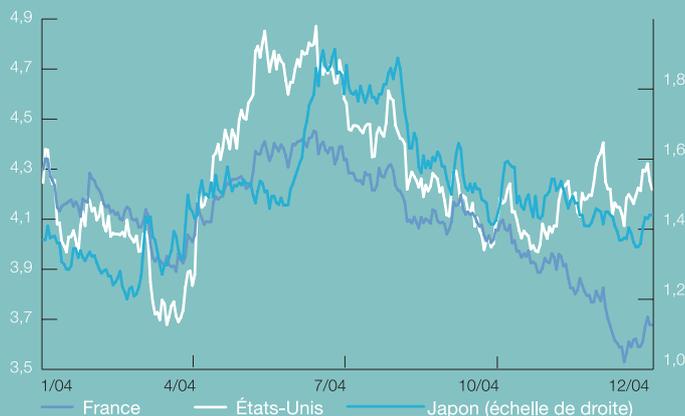
Marchés monétaires et obligataires

Les banques centrales ont eu la tâche facilitée par une inflation assez contenue. Aux États-Unis, partant de niveaux de taux directeurs très bas, la Fed a augmenté ses taux de 125 points de base sur l'ensemble de l'année 2004. La BCE, de son côté, a opté pour le statu quo tout au long de l'année, dans un contexte de croissance faible et d'inflation maîtrisée.

Le marché obligataire a connu une configuration peu commune à ce stade du cycle, puisque les taux longs se sont détendus sur la période (zone euro), ou sont restés stables (États-Unis). Il semble que l'environnement non inflationniste, associé à des incertitudes sur la croissance consécutives à la hausse du prix du pétrole, ait profité à l'obligataire. La demande d'obligations a été également accrue de la part des banques centrales asiatiques, qui se sont montrées acheteuses d'instruments de dettes – particulièrement en dollar – pour éviter une appréciation de leur devise et protéger leurs exportations.

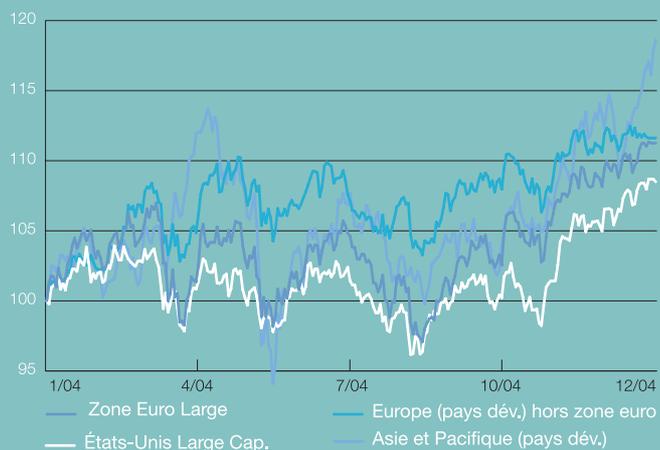
TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS

Source : Bloomberg



INDICES ACTIONS FTSE (RENDEMENT TOTAL, DEVISE LOCALE)

Source : FTSE



Performance de gestion

La performance d'ensemble

En 2004, l'actif net du FRR a enregistré un rendement de 3,98%. Ce résultat provient d'une part du rendement financier des mandats qui ont été investis progressivement au cours de l'année et, d'autre part, de la rémunération de la trésorerie non encore investie dans ces mandats. Il est net des frais de négociation, mais brut des frais de gestion, et est calculé sur l'encours moyen.

Ce rendement moyen ne rend pas compte du fait que les investissements se sont concentrés sur la seule deuxième partie de l'année, pour les raisons décrites ci-dessus. Le montant moyen de la trésorerie s'est élevé sur 2004 à 14,9 milliards d'euros et a généré un rendement proche du taux monétaire, soit de l'ordre de 2%.

Le rendement des investissements en actions et en obligations a été de 9,46% en 2004. Ce rendement élevé de la portion investie du FRR en 2004 s'explique, outre par l'évolution favorable des différents marchés d'actifs au second semestre 2004, par les choix d'allocation opérés pendant la phase de « montée en charge ». En privilégiant l'activation des mandats portant sur les marchés d'actions, en particulier européens, et notamment ceux relatifs aux

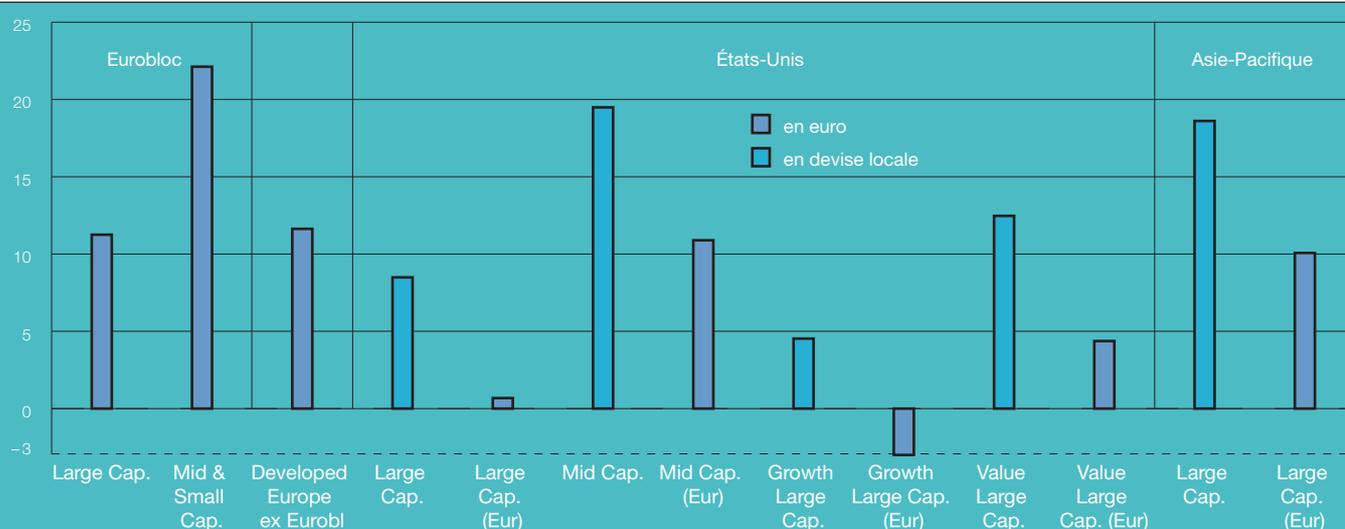
petites et moyennes capitalisations, le FRR a en effet surpondéré les stratégies qui se sont, in fine, révélées les plus payantes sur la seconde partie de l'année (cf. graphique). En outre, la décision de couvrir entre 80% et 100% l'exposition sur les devises autres que l'euro a permis d'immuniser largement le portefeuille investi de la forte dépréciation du dollar observée à l'automne 2004.

La performance des gestionnaires

Pour mémoire, le FRR a bâti son portefeuille d'investissement en distinguant un certain nombre de mandats de gestion indicielle, sur les marchés d'actifs considérés comme les plus efficaces, et en attribuant des mandats de gestion active sur les stratégies généralement considérées comme moins arbitrées. L'objectif des mandats indiciels est de faire profiter le FRR, à moindre coût, des tendances de marché, tandis que les mandats de gestion active sont supposés surperformer leurs indices de référence, et ce dans les différentes configurations possibles.

Compte tenu du manque de recul dans l'activation des mandats, il apparaît prématuré aujourd'hui de faire un bilan de la performance relative des différentes classes d'actifs.

ÉVOLUTION DES INDICES FTSE EN 2004 (RENDEMENT TOTAL, EN POURCENTAGE)



Les comptes de l'année 2004

Les capitaux propres du FRR s'élèvent au 31 décembre 2004 à 19,256 milliards d'euros contre 16,445 milliards d'euros au 31 décembre 2003, soit une croissance de 2,8 milliards d'euros imputable :

- aux abondements de l'exercice, soit 2 157,9 millions d'euros,
- au résultat de l'exercice, soit 342,2 millions d'euros,
- à l'écart d'estimation correspondant aux plus-values latentes sur les valeurs mobilières et les devises, soit 310,6 millions d'euros.

Au 31 décembre 2004, compte tenu de cet accroissement, les capitaux propres du FRR se décomposent donc ainsi (en millions d'euros) :

Dotations	17 891,9
Résultats antérieurs	711,8
Résultat de l'exercice	342,2
Plus ou moins-values latentes	310,6
Capitaux propres	19 256,5

La Gestion financière recouvre deux catégories :

– la **gestion des mandats activés** (6,120 milliards d'euros), qui a dégagé un résultat global de 363,3 millions d'euros, se décomposant de la manière suivante (en millions d'euros) :

Produits financiers ⁽¹⁾	68,4
Charges financières ⁽²⁾	15,7
Résultat (gestion des mandats) ⁽³⁾	52,7
Auquel il convient d'ajouter :	
Plus ou moins-values latentes valeurs mobilières	243,8
Plus ou moins-values latentes gestion des devises	66,8
Résultat global	363,3

(1) Plus-values sur cession de titres, gains de change, coupons, dividendes et intérêts courus non échus.

(2) Moins-values sur cession de titres et pertes de change.

(3) Ce résultat n'intègre pas les frais d'achat ou de cession de valeurs mobilières et la rémunération des gérants, qui se sont élevés respectivement à 2,1 millions d'euros et 2,7 millions d'euros.

– et la **gestion de trésorerie** :

La trésorerie courante moyenne sur 2004 a été de 14,902 milliards d'euros. Elle a été placée en comptes à terme à taux fixe ou variable. Les produits financiers correspondant à la gestion de la trésorerie courante ont été de **306,6 millions d'euros**.

Ainsi, le résultat de la gestion financière du FRR a entraîné, hors dépenses de fonctionnement, une augmentation des actifs de l'établissement de **669,9 millions d'euros** :

Gestion des mandats	52,7
Gestion de trésorerie	306,6
Plus ou moins-values latentes valeurs mobilières et gestion des devises	310,6
Total	669,9

Au total, le résultat de l'exercice 2004 ressort à **342,2 millions d'euros**, soit 375,6 millions d'euros de produits et 33,4 millions d'euros de charges.

Charges (en millions d'euros)	
Charges de fonctionnement	17,7
Charges financières	15,7
Résultat	342,2
Total	375,6

Produits (en millions d'euros)	
Produits financiers *	375,1
Produits exceptionnels	0,5
Total	375,6

* Produits gestion des mandats et gestion de trésorerie.

LA DÉCOMPOSITION DU PORTEFEUILLE CORRESPONDANT EST RETRACÉE DANS LE TABLEAU CI-DESSOUS :

en millions d'euros

Valeurs mobilières	Coût d'achat	Plus ou moins values latentes *	Intérêts courus	Valeur de marché
Total actions	4 676,8	209,3	–	4 886,1
Total obligations	1 266,7	34,7	22,3	1 323,7
Total bons du trésor	160,3	- 0,2	0,8	160,9
Total valeurs mobilières	6 103,8	243,8	23,1	6 370,8

* différence entre le coût d'achat et la valeur de marché à la clôture de l'exercice.

Les principaux chantiers de l'année 2005

Le Directoire poursuit la stratégie d'activation des portefeuilles décrite ci-dessus. L'objectif du Directoire reste de finaliser l'activation des portefeuilles aussi rapidement que possible en tenant compte, naturellement, des évolutions des marchés financiers.

Parallèlement, le Conseil de surveillance du FRR a défini, dans sa séance du 26 janvier dernier, les lignes directrices du Fonds concernant l'exercice de ses droits de vote dans le capital des entreprises dans lesquelles les gérants ont investi pour son compte. Ces lignes directrices ont été rendues publiques et sont mises en œuvre par les gérants. Le Directoire en rendra compte au Conseil de surveillance.

Les travaux de préparation du lancement de deux nouveaux appels d'offres ont débuté :

- le premier, qui devrait intervenir avant l'été, portera sur des mandats de gestion caractérisés par des critères socialement responsables ;
- le second, qui devrait être lancé après l'été, concernera une nouvelle classe d'actifs, à savoir le non-coté.

CONSEIL DE SURVEILLANCE AU 1^{er} MAI 2005

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

Dominique Leclerc
Sénateur

Xavier Musca
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
Représentante 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 Hindié
Consultant

René Karsenti
Directeur Général des Finances BEI

Christopher Nowakowski
Consultant international

Alain Robidel
Directeur associé AC2F Consultants

* Un second sénateur sera nommé prochainement.

Bilan au 31 décembre 2004

ACTIF en euros

	2004			2003
	Valeur brute	Amortissement Écart d'estimation	Valeur nette	
Immobilisations	-	-	2 673,15	-
Autres immobilisations corporelles	2 948,90	275,75	2 673,15	-
Créances d'exploitation	-	-	1 113 763 689,88	1 797 529 569,17
Ventes en attente de règlement	712 989,43	-	712 989,43	-
Devises à recevoir	1 001 744 424,04	-	1 001 744 424,04	-
Dotations à recevoir	30 371 640,68	-	30 371 640,68	1 741 001 232,93
Produits à recevoir	80 934 635,73	-	80 934 635,73	56 528 336,24
Valeurs mobilières	-	-	6 370 829 564,52	-
Actions	4 676 784 759,36	209 339 407,17	4 886 124 166,53	-
Obligations	1 289 023 553,83	34 715 528,47	1 323 739 082,30	-
Titres de créances négociables	161 176 946,16	- 210 630,47	160 966 315,69	-
Disponibilités	-	-	12 734 191 766,40	14 661 303 631,35
Coupons échus à l'encaissement	4 167 764,81	39 209,21	4 128 555,60	-
Disponibilités	12 719 351 706,34	- 63 488,11	12 719 288 218,23	14 661 303 631,35
Achats à terme	11 349 161,13	- 574 168,56	10 774 992,57	-
Total actif	-	-	20 218 787 693,95	16 458 833 200,52

PASSIF en euros

	2004	2003
Capitaux propres	19 256 593 579,81	16 445 821 197,80
Dotations	17 891 910 401,15	15 733 958 324,91
Réserves	711 862 872,89	299 779 698,26
Écart d'estimation	310 599 628,99	-
Résultat de l'exercice	342 220 676,78	412 083 174,63
Dettes	26 498 152,59	13 012 002,72
Fournisseurs	6 942,15	910 515,13
État et organismes sociaux	62 556,48	40 990,01
Charges à payer	13 856 395,28	12 060 497,58
Achats en attente de règlement	1 193 985,40	-
Devises à livrer	11 342 153,43	-
Autres dettes	36 119,85	-
Produits perçus d'avance	1 057 116,63	-
Encaissement intérêts précomptés	1 057 116,63	-
Disponibilités	934 638 844,92	-
Ventes à terme	1 002 071 034,62	67 432 189,70
Total passif	20 218 787 693,95	16 458 833 200,52

Compte de résultat au 31 décembre 2004

Charges en euros

	2004	2003
Services extérieurs	17 114 966,34	13 217 626,56
Impôts et taxes	53 405,45	40 192,55
Frais de personnel	532 720,48	412 655,66
Dotations aux amortissements	275,75	-
Charges d'exploitation	17 701 368,02	13 670 474,77
Pertes de change	1 660 981,43	-
Charges de cession de valeurs mobilières	13 889 255,00	-
Autres charges financières	154 670,61	33 197,58
Charges financières	15 704 907,04	33 197,58
Charges exceptionnelles	0	0
Total charges	33 406 275,06	13 703 672,35
Résultat de l'exercice	342 220 676,78	412 083 174,63
Total	375 626 951,84	425 786 846,98

Produits en euros

	2004	2003
Produits d'exploitation	0	0
Revenus de valeurs mobilières	40 038 043,16	-
Gains de change	1 730 752,36	-
Produits de cession de valeurs mobilières	28 179 495,83	-
Autres produits financiers	305 145 542,02	425 786 846,98
Produits financiers	375 093 833,37	425 786 846,98
Produits exceptionnels	533 118,47	0
Total produits	375 626 951,84	425 786 846,98

État détaillé de l'actif au 31 décembre 2004

	Valeur nette
Immobilisations corporelles	2 673,15
Total immobilisations	2 673,15
Vente en attente de règlement	712 989,43
Devises à recevoir	1 001 744 424,04
Dotations à recevoir	30 371 640,68
Produits à recevoir	80 934 635,73
Total créances	1 113 763 689,88
Actions	4 886 124 166,53
Obligations	1 323 739 082,30
Titres de créances négociables	160 966 315,69
Total valeurs mobilières	6 370 829 564,52
Coupons échus à l'encaissement	4 128 555,60
Disponibilités	12 719 288 218,23
Achats à terme	10 774 992,57
Total disponibilités	12 734 191 766,40
Total actif détaillé	20 218 787 693,95
<i>Opérations relatives aux instruments financiers figurant au passif</i>	
Achats en attente de règlement	1 193 985,40
Devises à livrer et reports	11 378 273,28
Intérêts précomptés	1 057 116,63
Ventes à terme	934 268 220,23
Total net de l'inventaire détaillé	19 271 761 415,38

À Paris, le 31 mars 2005

Le Président du Directoire
Francis Mayer

ANNEXE À L'ÉTAT DÉTAILLÉ DE L'ACTIF

1. Règles de présentation de l'état détaillé

L'état détaillé de l'actif prévu à l'article L135-12 du Code de la Sécurité sociale correspond à l'actif du bilan au 31 décembre 2004. Il est complété des opérations relatives aux instruments financiers figurant au passif du bilan.

2. Règles de valorisation

L'enregistrement des transactions est effectué en date de négociation dans les portefeuilles. Les transactions sont enregistrées coupons courus et frais exclus du prix de revient, elles font application de la règle du PRMP pour le dégageant des plus ou moins-values.

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

La comptabilité du FRR étant tenue en euros, la comptabilisation de la valorisation des positions des mandats du FRR en devises correspond à sa contre valeur calculée avec le taux de change WM/Reuters closing spot rates (16h00 : heure de Londres).

Les positions de change à terme sont valorisées à la fois par l'amortissement linéaire du montant de report/déport initial et par la valorisation de la position devise au taux de change WM/Reuters closing spot rates (16h00 : heure de Londres).

Pour les valeurs non cotées, la valorisation s'effectue au prix d'acquisition (ou à la valeur de

Rapport des commissaires aux comptes

Mesdames, Messieurs,

En notre qualité de commissaires aux comptes et en application de l'article L. 135-12 du Code de la Sécurité sociale, nous avons procédé au contrôle de l'état détaillé de l'actif du Fonds de réserve pour les retraites au 31 décembre 2004, tel qu'il est joint au présent rapport. Cet état détaillé de l'actif a été établi par le Directoire. Il nous appartient, sur la base de nos travaux, de donner notre avis sur l'exactitude de cet état détaillé de l'actif.

Nous avons effectué nos travaux conformément aux normes professionnelles applicables en France. Nos travaux ont consisté à mettre en œuvre des diligences destinées à contrôler les éléments constitutifs de l'état détaillé de l'actif en termes d'existence, d'appartenance et d'évaluation.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur l'exactitude des éléments constitutifs de l'état détaillé de l'actif.

Fait à Paris-la Défense, le 31 mars 2005

Les commissaires aux comptes

Constantin Associés

Françoise Constant

KPMG

Isabelle Bousquié

remboursement pour les obligations non cotées proches de la date de remboursement).

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

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

La valorisation des obligations zone euro, souverain et crédit s'effectue sur des cours contribués ISMA.

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

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

Lynch pour les valeurs de la zone euro et les valeurs américaines.

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

Les conditions financières de l'utilisation du logiciel SPIRRIS font actuellement l'objet d'une négociation avec la Caisse des dépôts et consignations.

Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR ⁽¹⁾

au 31 mars 2005

Lot 1 : Actions zone euro grandes capitalisations, gestion passive

Taille indicative d'un mandat : 1 milliard d'euros pour une durée de trois ans.

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

Lot 2 : Actions zone euro petites et moyennes capitalisations, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 200 millions d'euros pour une durée de cinq ans.

- AXA Investment Managers Paris (AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Crédit Agricole Asset Management
- HSBC Asset Management Europe SA*
- Société Générale Asset Management

Lot 3 : Actions zone euro grandes capitalisations, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 620 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

- AXA Investment Managers Paris (AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Capital International Limited
- Groupama Asset Management
- Lombard Odier Darier Hentsch

Lot 4 : Actions États-Unis grandes capitalisations, gestion passive

Taille indicative d'un mandat : 640 millions d'euros pour une durée de trois ans.

- Barclays Global Investors Limited*
- Vanguard Investments Europe SA

Lot 5 : Actions États-Unis moyennes capitalisations, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 200 millions d'euros pour une durée de cinq ans.

- Société Générale Asset Management (Trust Company of the West-TCW)

Lot 6 : Actions États-Unis grandes capitalisations style « valeur », gestion active

Taille indicative d'un mandat : 460 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

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

Lot 7 : Actions États-Unis grandes capitalisations style « croissance », gestion active

Taille indicative d'un mandat : 460 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

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

Lot 8 : Actions européennes hors zone euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 240 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

- AXA Investment Managers Paris (AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Schroder Investment Management Ltd
- Invesco Gestion*

Lot 9 : Actions du bassin Pacifique y compris Japon hors pays émergents, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 240 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

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

Lot 10 : Obligations libellées en euro, souverains et crédit (catégorie investissement), gestion active

Taille indicative d'un mandat : 960 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

- AGF Asset Management
- AXA Investment Managers Paris
- BNP Paribas Asset Management SA
- IXIS Asset Management SA
- Crédit Agricole Asset Management*
- HSBC Asset Management Europe SA
- Robeco Institutional Asset Management

Lot 11 : Obligations internationales indexées sur l'inflation (2/3 euro et 1/3 international, hors euro), gestion active

Taille indicative d'un mandat : 480 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

- AXA Investment Managers Paris*
- Foreign and Colonial Asset Management

Lot 12 : Obligations internationales non libellées en euro, souverains et crédit (catégorie investissement), gestion active

Taille indicative d'un mandat : 480 millions d'euros pour une durée de quatre ans.

- Capital International Limited*
- IXIS Asset Management SA (Loomis, Sayles & Company, L.P)
- DWS Investments

(1) Est indiqué entre parenthèses le nom de l'entité qui assurera, par délégation de l'entité contractante, la gestion financière du mandat lorsque sa raison sociale est différente de celle de l'entité contractante. En outre, conformément au Règlement de la consultation, il est rappelé que la notification du marché, qui seule engage le FRR, aura lieu après la phase de mise au point du marché avec chaque société de gestion dont l'offre a été retenue.

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

Conception et réalisation :  EURO RSCG C&O

 Imprimé dans le respect de l'environnement, sur du papier issu de forêts plantées et renouvelées spécialement pour l'industrie papetière. Papier entièrement recyclable.

FRR

Fonds de réserve pour les retraites

84, rue de Lille – 75007 Paris
tél. : 33 (0) 1 58 50 99 86 – www.fondsdereserve.fr