

Rapport Annuel 2007



Cinq ans d'activité en quelques dates clés

2003

Orientations générales de la politique de placement (délibération du Conseil de surveillance)

Exercice des droits de vote du FRR (délibération du Conseil de surveillance)

Désignation du Comité de sélection des gérants (CSG)

Appel d'offres pour l'attribution de mandats de gestion (16 Mds € – 12 classes d'actifs – 39 mandats de gestion)

2004

Appel d'offres pour la sélection d'un courtier de transition et d'un gestionnaire « transversal » (overlay)

Désignation des commissaires aux comptes

Démarrage des investissements

Sélection d'un prestataire pour l'analyse de la meilleure exécution des transactions des gestionnaires et d'un gestionnaire overlay

2005

Publication des lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote du FRR

Appel d'offres mandats ISR

Démarrage de la gestion tactique

75 % du portefeuille investi

Définition des principes d'investissement socialement responsable du FRR

Appel d'offres capital-investissement

2006

Adhésion au Carbon Disclosure Project (CDP)

Signature des principes d'investissement responsable de l'ONU (PRI)

Révision des orientations générales de la politique de placement

Sélection des prestataires pour la production du reporting extra-financier du FRR

2007

Six appels d'offres de renouvellement

Finalisation du reporting extra-financier et préparation de la nouvelle stratégie d'investissement responsable

Déploiement progressif de l'investissement dans les actifs de diversification

Profil et chiffres clés	1
Message du Président du Conseil de surveillance et du Président du Directoire	2
Contribuer à la pérennité du système de retraite par répartition et à la solidarité entre générations	4
Investir sur le long terme	8
Investir de manière responsable	10
Un portefeuille diversifié	13
Rechercher la performance	18
Un mode de gouvernance destiné à garantir transparence et responsabilité	22
Les instances dirigeantes du FRR	24
Organisation	26
Synthèse financière et comptable	27
Bilan	29
Compte de résultat	30
Annexe aux comptes	31
Rapport général des commissaires aux comptes	43
Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR	44

Profil et chiffres clés

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

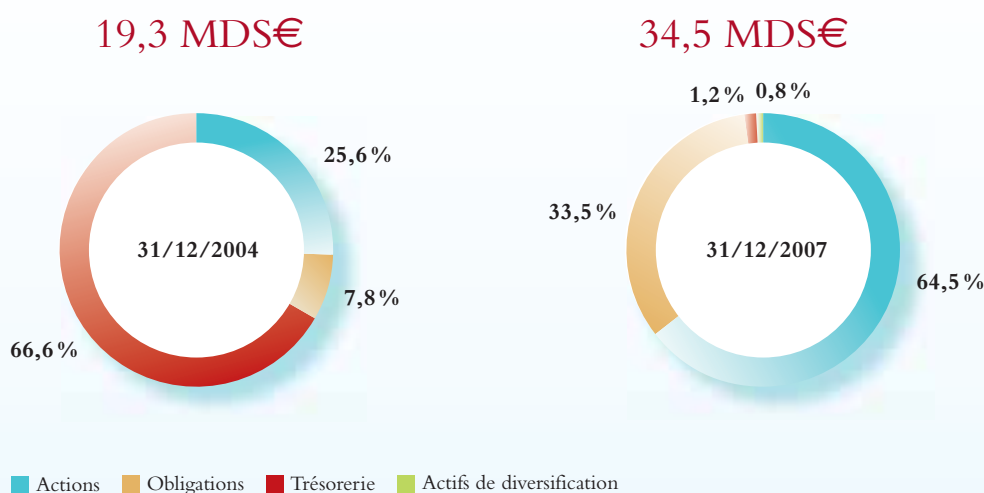
**MONTANT AU 31/12/07 DES CAPITAUX CONFIÉS
AU FRR PAR LA COLLECTIVITÉ NATIONALE**

25,8
MILLIARDS D'EUROS

MONTANT AU 31/12/07 DES ACTIFS DU FRR

34,5
MILLIARDS D'EUROS

RÉPARTITION DES ACTIFS DU FRR



**PERFORMANCE ANNUALISÉE DE L'ACTIF
DEPUIS L'ORIGINE**

8,8 %

PERFORMANCE 2007

4,8 %

Message

du Président du Conseil
de surveillance
et du
Président du Directoire

Ce rapport annuel 2007 est un rapport singulier pour des raisons qui tiennent à la fois à l'histoire du FRR, à l'environnement macroéconomique et à la réforme des retraites. Rapport singulier d'abord par son approche : disposant aujourd'hui d'un recul suffisant depuis la mise en place du Fonds, nous avons souhaité faire de ce rapport annuel un rapport d'étape, dressant le bilan des premières années d'existence et mettant en perspective les stratégies, les résultats et les projets du FRR. Rapport singulier ensuite par son contenu : alors que les premières années d'investissement du FRR se sont déroulées dans un environnement financier favorable, le rapport décrit les répercussions sur le Fonds en 2007 de l'éclatement d'une crise qui n'est d'ailleurs pas terminée à ce jour. Enfin, rapport singulier par son cadre : dans le contexte de la préparation du rendez-vous 2008 sur les retraites – rendez-vous fixé par la loi de 2003 portant réforme des retraites – il nous est apparu indispensable de rappeler comment le FRR peut contribuer à la consolidation des perspectives financières à long terme de notre système de retraites.

Aujourd'hui, 5 ans après l'adoption par le Conseil de surveillance de la première allocation stratégique – véritable acte de naissance du FRR – ce rapport 2007 se propose de dresser le bilan des premières années d'existence du Fonds. Celles-ci ont été extrêmement actives. Sur la période, les actifs du Fonds ont plus que doublé – passant d'un peu moins de 17 milliards d'euros en 2003 à plus de 34 milliards d'euros à la fin de l'année 2007. Investi aussi rapidement que possible, ce portefeuille a été progressivement diversifié ce qui a permis au FRR de profiter des années fastes, mais également de résister à la crise des prêts immobiliers américains en 2007. À fin 2007, le FRR a ainsi généré une performance annuelle nette de 8,8% depuis ses premiers investissements. Dans le même temps, le FRR a peu à peu consolidé son identité d'investisseur public de référence (clarté de ses choix stratégiques, rigueur de ses procédures d'appel d'offres, transparence de sa gestion) et d'investisseur socialement responsable (politique active d'exercice des droits de vote, prise en compte des critères extra-financiers, participation à des initiatives internationales). Pour parvenir à de tels résultats en seulement 5 ans, le Fonds a disposé de deux atouts : d'une part, une gouvernance originale, avec un Conseil de surveillance qui s'est révélé être un lieu de construction de consensus forts entre les différentes parties prenantes (partenaires sociaux, élus, représentants des administrations) sur les décisions essentielles ; d'autre part, une organisation souple qui, grâce à l'implication et au professionnalisme de l'ensemble de ses collaborateurs, a su s'adapter pour accompagner le développement du FRR. Comme il se doit, ce rapport annuel décrit aussi de manière détaillée les principaux événements de l'année écoulée.

“



Raoul Briet
Président du Conseil de surveillance



Augustin de Romanet
Président du Directoire

Le FRR a démontré sa solidité et son professionnalisme au cours de ses cinq premières années de fonctionnement.

”

L'année 2007 a permis au FRR de mettre en œuvre progressivement la stratégie révisée en 2006, par le biais notamment d'importants travaux menés sur l'introduction de nouvelles classes d'actifs. Mais l'année 2007 a également été la première année de réelle mise à l'épreuve des choix d'investissement effectués par le Conseil de surveillance. En effet, le FRR a traversé la première – mais sans doute pas la dernière – crise financière de son histoire. En dépit des turbulences rencontrées sur les marchés financiers, le FRR a généré une performance annuelle tout à fait honorable (+ 4,8%). Le FRR n'a pas investi dans les produits qui ont été à l'origine de la crise (subprimes et créances titrisées) et sa politique de couverture du risque de change a protégé son portefeuille de la dépréciation du dollar. En raison néanmoins de son exposition aux actions, cohérente avec sa stratégie de long terme, le FRR a supporté les répercussions de la crise sur les marchés financiers. Enfin, ce rapport annuel est pour nous l'occasion de réaffirmer les engagements qui sont au cœur de la mission que le législateur nous a confiée :

- contribuer à la pérennité du système de retraite : avec ses réserves, le FRR participe directement à la consolidation financière du système par répartition ;
- renforcer la solidarité entre les générations : le FRR représente un capital que nous transmettons à nos enfants pour les aider à faire face au « papy boom » ;
- rechercher la performance : grâce à sa stratégie d'investissement et au soutien de la Caisse des Dépôts qui assure sa gestion administrative, le FRR peut tirer le meilleur parti de l'évolution des marchés au moindre coût ;
- assumer la responsabilité qui incombe à un investisseur public de long terme : responsabilité fiduciaire vis-à-vis des régimes bénéficiaires – ce qui implique une politique d'investissement équilibrée ; et responsabilité sociale vis-à-vis de l'ensemble de nos concitoyens – ce qui suppose une stratégie de placement respectant certaines valeurs collectives en termes de développement économique, social et environnemental ;
- gérer en toute transparence : le FRR, investisseur de référence, rend compte régulièrement de sa gestion à l'ensemble de la collectivité nationale.

Le FRR ayant démontré sa solidité et son professionnalisme au cours de ses premières années de fonctionnement, il appartient à la collectivité nationale de définir de façon ambitieuse le rôle exact qu'elle entend lui faire jouer dans la consolidation du système de retraites à partir de 2020.

Contribuer à la pérennité du système de retraite par répartition et à la solidarité entre générations

LE DÉFI DU VIEILLISSEMENT

En France, les régimes de retraite obligatoires fonctionnent suivant le principe de la répartition : les actifs paient les pensions des retraités parce qu'ils savent que leurs propres retraites seront payées par les générations suivantes. Un tel système assure une progression satisfaisante des retraites sans peser excessivement sur les revenus des actifs tant que la taille des générations qui se succèdent augmente de manière régulière. Au cours des prochaines décennies, les systèmes par répartition vont être confrontés au défi du vieillissement.

En particulier, en France, en plus de l'effet de l'allongement continu de la durée de vie, les régimes obligatoires vont devoir faire face au **choc du « papy boom »**. Ainsi, selon les dernières projections du Conseil d'orientation des retraites (COR), les besoins annuels

de financement du régime général des salariés du secteur privé (Caisse nationale d'assurance vieillesse) vont s'accroître, passant d'environ 13 milliards d'euros en 2020 à près de 39 milliards d'euros en 2040 (en euros 2006) sous l'hypothèse d'un chômage de 7 % à compter de 2015.

Pour relever ce défi, la France s'est dotée – comme beaucoup d'autres pays – d'un fonds de réserve pour les retraites. En provisionnant une partie des charges financières futures liées au vieillissement (les « engagements implicites » du système), le FRR permet d'améliorer la soutenabilité à long terme des finances publiques⁽¹⁾.

LE FRR, QUATRIÈME LEVIER TEMPORAIRE

Pour assurer l'équilibre financier du système de retraite par répartition, il est a priori

DES FONDS DE RÉSERVE POUR RELEVER LE DÉFI DU VIEILLISSEMENT

De nombreux pays développés vieillissants se sont dotés de fonds de réserve : des social-démocraties du nord de l'Europe (Suède, Norvège) aux états de tradition libérale (Irlande, Nouvelle-Zélande), en passant par les pays du sud de l'Europe (Espagne, Portugal) ou le Japon. Plus récemment, certains pays émergents connaissant une transition démographique rapide – tels que la Corée ou la Chine – les ont imités.

Ces fonds partagent une même mission : aider les systèmes par répartition à relever le défi d'un vieillissement plus ou moins rapide et plus ou moins brutal. Leur taille est généralement conséquente : mis à part le fonds pétrolier de la Norvège (dont les réserves correspondent à plus de 80 % du revenu national annuel), ils oscillent généralement entre 5 et 15 points de PIB (données OCDE). Le FRR apparaît donc comme un fonds de taille encore modeste (environ 2 points de PIB).

Ces fonds partagent de nombreux points communs en matière d'organisation. Mais leur insertion dans le système de retraite peut varier : élément à part entière d'équilibre du système (comme en Suède, dans le cadre des comptes nationaux), facilitateur de réformes (comme en Irlande), partie intégrante du régime de retraite (Canada) ou même élément de la stratégie plus générale de finances publiques (Nouvelle-Zélande).

1. En termes de comptabilité maastrichtienne, l'affectation de ressources au FRR, et l'achat subséquent d'actifs par le Fonds, n'a d'effet sur la dette des administrations publiques qu'à hauteur de la part réinvestie en obligations de l'État français ou de la CADES.

LE FRR VU PAR LE COR

Le FRR, instrument de solidarité entre les générations et facilitateur de réformes : « Le FRR ne doit en aucun cas, compte tenu de son caractère transitoire, dispenser les régimes des adaptations nécessaires mais il peut permettre à la fois de rendre ces adaptations plus progressives et d'éviter de reporter sur les générations futures des charges trop lourdes. Ce faisant, le FRR représente un message positif adressé aux générations futures. »

À condition de mieux préciser sa mission : « La question se pose de savoir quel rôle on entend faire jouer précisément au FRR et, en conséquence, quelle politique d'abondement doit être suivie au cours des prochaines années. »

Et de réfléchir à des sources de financement supplémentaires adéquates : « La réflexion sur la nature des ressources mérite d'être développée en s'inspirant des exemples étrangers. Compte tenu du rôle assigné au FRR, qui vise à assurer une plus grande équité entre les générations, la réflexion pourrait également s'inscrire dans le cadre plus large des préoccupations de développement durable dans le cas où serait mise en œuvre une fiscalité environnementale. »

Source : Rapport du COR – Fiche n° 19 sur le FRR.

possible de jouer sur trois leviers : la durée de cotisation, le taux de cotisation et le taux de remplacement. C'est ce qu'ont fait les réformes mises en œuvre au cours des dernières années. Le FRR est destiné à doter la France, à compter de 2020, d'un quatrième levier temporaire qui apportera **souplesse et progressivité** dans l'utilisation des leviers permanents.

Le principe à l'origine de la constitution d'un fonds de réserve au sein d'un système par répartition est simple : il s'agit de lisser l'effet d'un choc démographique en provisionnant une partie des besoins de financement futurs. Le fonds accumule et place des réserves financières tant que le contexte démographique demeure favorable, puis les utilise pour financer une partie des retraites par répartition lorsque les besoins de financement des régimes s'accroissent sous l'effet du vieillissement. Il permet ainsi de mieux répartir dans le temps et entre les

générations les efforts financiers nécessaires pour assurer la pérennité des régimes.

Ainsi, à partir de 2020, l'utilisation des sommes accumulées et capitalisées au sein du FRR permettra d'atténuer temporairement les effets du choc démographique. Sous des hypothèses prudentes, et notamment sous l'hypothèse d'abondements réduits à la fraction du prélèvement social sur les revenus du capital qui lui revient, les sommes accumulées dans le Fonds devraient permettre de financer entre 20 % et 30 % des besoins de financement supplémentaires qui apparaîtront entre 2020 et 2040.

LE FRR POUR FACILITER LES RÉFORMES

Le FRR facilite la mise en œuvre des réformes indispensables, tout d'abord parce qu'il permet de faire jouer de manière plus progressive les trois autres leviers. Plus fondamentalement encore,

Solidarité

*Le FRR évite de reporter
des charges trop lourdes
sur les générations futures.*

À partir de 2020, l'utilisation des sommes accumulées et capitalisées au sein du FRR permettra d'atténuer les effets du choc démographique.

le FRR renforce la solidarité entre les générations, qui constitue le socle du système de retraite par répartition : en mettant de côté un « pécule » pour les jeunes générations, nous les aidons à relever le défi du vieillissement. Comme le souligne le COR dans ses rapports successifs, ce défi est bien devant nous. Les réformes successives ont des effets progressifs dans le temps et ce sont nécessairement les plus jeunes qui les supporteront pleinement.

Or, sans solidarité, pas de système de retraite par répartition. Si les plus jeunes jugent le système inéquitable, ou pire, s'ils craignent de ne pouvoir eux-mêmes en bénéficier, le système risque de connaître des difficultés insurmontables. Le FRR représente ainsi **un message positif adressé aux jeunes générations** en tant qu'il traduit une volonté de garantir la pérennité du système par répartition face au défi du vieillissement. Ce faisant, il contribue à restaurer la confiance indispensable à toute réforme supplémentaire.

LE RENDEZ-VOUS 2008 : L'OCCASION DE DÉFINIR PLUS PRÉCISÉMENT LE RÔLE DU FRR

La loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites a fixé le principe de rendez-vous quadriennaux pour faire le point sur les régimes de retraite. Le premier de ces rendez-vous est en 2008. Si la réforme de 2003 portait sur la période antérieure à 2020, l'après-2020 fait désormais partie de l'horizon du nouveau rendez-vous.

Il est donc l'occasion de préciser la mission du FRR. La loi est claire sur l'objectif général du FRR :

« Ce fonds a pour mission de gérer les sommes qui lui sont affectées afin de constituer des réserves destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraite » (art. L. 135-6 du Code de la sécurité sociale). Toutefois, elle n'explicite pas la manière dont il doit atteindre cet objectif. Quelle part du besoin de financement des régimes bénéficiaires (régime général et régimes alignés) doit-il couvrir ? Si la loi précise que les sommes affectées au FRR sont mises en réserve jusqu'en 2020, sur quelle période intervient-il ensuite ? Comment, année après année, utiliser, conjointement avec les autres, ce quatrième levier ?

Pérennité

*Le FRR est le quatrième levier
temporaire d'une politique qui vise
à garantir la pérennité du système
de retraite par répartition.*

LES RESSOURCES DU FRR

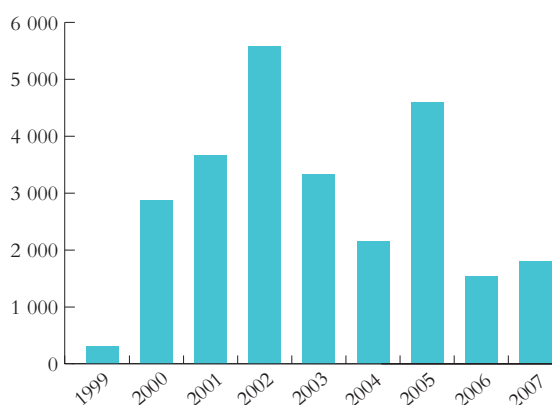
Très diverses, les ressources du FRR peuvent être regroupées en quatre grandes catégories : une ressource fiscale pérenne (une fraction du prélèvement social de 2 % sur les revenus du capital), les excédents éventuels des régimes sociaux (CNAV et FSV), le produit de la cession d'actifs et enfin des dotations diverses.

En pratique, seule la ressource fiscale est régulière et, depuis deux ans, le FRR n'a reçu que celle-ci. Évidemment, toute variation

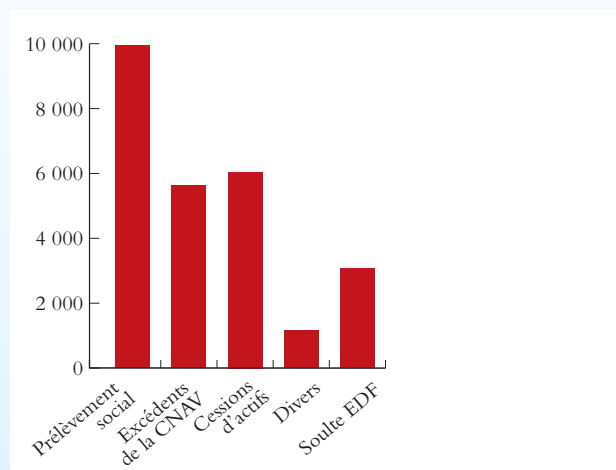
du niveau d'abondement a un impact majeur sur le rôle que le FRR pourra jouer à compter de 2020.

La politique d'abondement dépend de la mission exacte qui sera assignée au FRR. Dans un contexte de finances publiques contraintes, elle dépend également des ressources budgétaires disponibles ou envisageables (par exemple, de nouvelles ressources environnementales comme le suggère le dernier rapport du COR – cf. encadré « Le FRR vu par le COR »).

ABONDEMENTS PAR ANNÉE
(en millions d'euros)



CUMUL DES ABONDEMENTS PAR TYPE DEPUIS 1999
(en millions d'euros)



La contribution exceptionnelle versée par la Caisse nationale des industries électriques et gazières qui figure sur ces graphiques est d'une nature particulière. Cette ressource correspond à une dette inscrite au bilan du FRR, puisque, augmentée des produits financiers qu'elle aura générés, elle sera reversée à la CNAV en 2020.

Investir sur le long terme

C'est seulement à compter de 2020 que les sommes mises en réserve pourront servir à financer les déficits de l'assurance vieillesse. Le FRR dispose donc d'un horizon de placement à long terme : il doit maximiser le rendement des sommes qui lui sont confiées, non pas sur quelques mois ou quelques années, mais bien sur quelques dizaines d'années – jusqu'à son extinction, en 2040 voire en 2050, selon les besoins des régimes bénéficiaires. Le FRR est donc un investisseur public de long terme. Cette spécificité a présidé au choix de l'allocation stratégique en 2003 et à sa révision en 2006.

L'ALLOCATION DE 2003 : LES FONDAMENTAUX

Dès 2003, le FRR a retenu une allocation stratégique diversifiée (actions et obligations, zone Euro et hors zone Euro), composée d'une part prépondérante d'actions (55 %). Un portefeuille diversifié majoritairement investi en actions permet en effet de dégager

un rendement élevé avec un risque associé limité dès lors que l'horizon de placement est suffisamment long.

LA RÉVISION DE L'ALLOCATION EN 2006 : L'APPROFONDISSEMENT

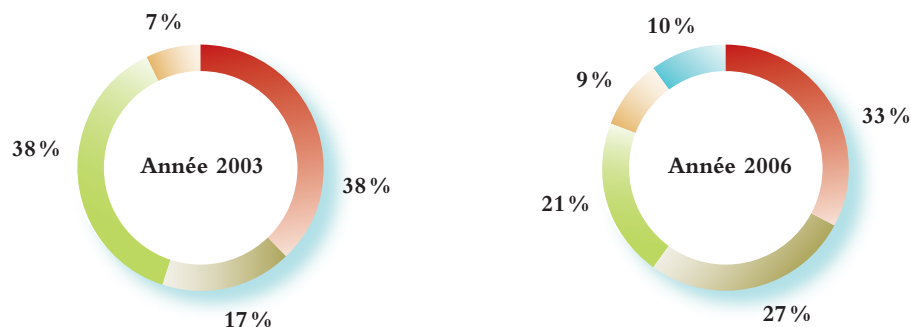
Le choix effectué en 2003 a été confirmé et affiné au printemps 2006, lors de la révision de l'allocation stratégique. À cette occasion, le FRR a cherché à mieux définir son passif – ce qui est primordial dans une approche actif-passif (ALM). L'actualisation des projections du COR en mars 2006 a fourni de nouveaux éléments sur le niveau et la structure dans le temps des besoins de financement des régimes éligibles. Sur la base de ces projections, et en l'absence d'autres informations, le Conseil de surveillance a formulé l'hypothèse selon laquelle le FRR verserait chaque année, de 2020 à 2040, un montant constant aux régimes bénéficiaires. Le FRR a également ajouté au premier critère de risque retenu

LE RÔLE D'UN INVESTISSEUR DE LONG TERME

En tant qu'investisseur de long terme, le FRR joue un rôle positif pour l'économie.

- Il contribue à **améliorer l'allocation de l'épargne** au niveau national en accroissant la part de celle-ci investie en actions. De nombreux travaux montrent que l'épargne française – et en particulier l'épargne des ménages – est globalement investie de manière sous-optimale : à titre d'illustration, seuls 15 % des encours de l'assurance-vie sont investis en actions. En comparaison, le FRR a une cible de 60 % d'actions dans son portefeuille.
- Il joue un **rôle stabilisateur sur les marchés** : contrairement aux investisseurs qui ont des objectifs de rendement à court terme, le FRR ne modifie pas sans cesse sa stratégie de placement en réaction aux évolutions instantanées du marché. Dégagé de toute contrainte de liquidité, il peut porter des décisions financières jusqu'à ce qu'elles se révèlent payantes.
- Enfin, il peut **prendre en compte dans sa stratégie les sources de création de richesse à long terme** que les marchés ne savent pas toujours bien valoriser. En particulier, il mène une politique d'investissement socialement responsable qui lui permet de mieux intégrer les externalités liées à ses décisions de placement.

L'ALLOCATION STRATÉGIQUE



■ Actions zone Euro ■ Actions hors zone Euro ■ Obligations zone Euro
■ Obligations hors zone Euro ■ Actifs de diversification*

* Immobilier non coté zone Euro, investissements en infrastructures publiques, indice matières premières et capital-investissement.

en 2003 (probabilité quasi nulle de perte en capital à l'horizon 2020), un second critère consistant à maximiser la probabilité d'obtenir un rendement annualisé moyen supérieur au coût moyen de la dette publique pour l'État (coût d'opportunité estimé à 4,4 %). L'allongement de la période de référence (passant de 2020-2030 à 2020-2040 de manière cohérente avec la mission de long terme du FRR) s'est traduit par un renforcement du poids des actions (de 55 % à 60 %). La révision de l'allocation stratégique a par ailleurs permis d'accentuer la diversification du portefeuille du FRR, suivant deux axes. En termes géographiques, d'une part, les cibles d'investissement ont été rééquilibrées au vu du poids respectif des différents marchés – ce qui s'est traduit par un recul de la part des titres investis dans la zone Euro (même s'ils demeurent surpondérés dans le portefeuille cible du FRR). En ce qui concerne les titres, d'autre part, des actifs de diversification (immobilier, infrastructures, matières premières et capital-investissement) ont été introduits dans l'allocation stratégique.

LA RÉVISION DE L'ALLOCATION EN 2009 : LES PRINCIPAUX ENJEUX

L'allocation stratégique n'est évidemment pas figée et doit être régulièrement réexaminée. Sa prochaine révision devrait avoir lieu au début de l'année 2009. Elle sera bien sûr l'occasion de revoir les principales hypothèses démographiques, économiques et financières qui permettent de la construire. Elle permettra également de tirer les enseignements de la mise en œuvre des précédentes allocations stratégiques. Enfin, elle offrira peut-être l'opportunité d'affiner encore les hypothèses sur le passif du FRR, notamment si le rendez-vous 2008 sur les retraites permet de mieux préciser le rôle du FRR dans la consolidation financière du système de retraite à long terme.

Investir de manière responsable

En matière d'investissement responsable, l'année 2007 est une année de bilan et d'ouverture : bilan des activités depuis la mise en place du Fonds et la première délibération d'avril 2003, bilan des investissements avec la réalisation du premier reporting extra-financier annuel, résultat du premier exercice d'évaluation des Principes for Responsible Investment de l'ONU (PRI), et ouverture aux pratiques des principaux fonds de pensions et fonds de réserves européens. L'ensemble de ces éléments devra se traduire, dès le début de l'année 2008, par une réflexion et des propositions concrètes sur les orientations de la stratégie au cours des années à venir. Par ailleurs, le FRR a continué d'assurer une présence active au sein de certaines instances qui promeuvent l'Investissement Socialement Responsable (ISR) ainsi que la recherche dans ce domaine, comme en témoigne sa participation active aux travaux

de recherche de la chaire « Finance durable et investissement responsable » sous l'égide de l'Institut d'économie industrielle de Toulouse et de l'École polytechnique.

LA STRATÉGIE ISR DU FRR

Dès la mise en place du FRR, le Conseil de surveillance s'est engagé dans une stratégie d'investissement responsable. Agissant dans l'intérêt de la collectivité, cet engagement repose sur la nécessaire cohérence entre sa politique d'investissement et le développement durable, et sur la conviction qu'un investisseur peut dans certaines conditions maximiser ses chances de délivrer le meilleur couple rendement-risque à ses bénéficiaires en associant volontairement critères financiers et extra-financiers dans son processus de gestion. Sa stratégie a été construite progressivement et d'une manière pragmatique.

UNE POLITIQUE DE VOTE ACTIVE

Le Conseil de surveillance a, dans ses délibérations initiales, arrêté le principe selon lequel les droits d'actionnaire du FRR dans les assemblées générales font l'objet d'un exercice systématique, par chacun des gérants, au regard de lignes directrices fixées par le Fonds, les positions prises en son nom étant motivées par son seul intérêt et de façon strictement indépendante. Ces lignes directrices, proposées par le Directoire, ont été rendues publiques après adoption par le Conseil de surveillance le 26 janvier 2005. Elles ont été adaptées par le Conseil en 2006 et en 2007 puis transmises aux gérants afin qu'ils exercent les droits d'actionnaire du FRR.

En 2007, le FRR a participé, via ses gérants, à 2 107 assemblées générales, sur un total de 2 221 assemblées effectivement tenues, soit 94,9 % du portefeuille global (le Fonds ne vote pas, pour des raisons opérationnelles, sur les émetteurs asiatiques). En revanche, les gérants ont voté, en moyenne sur 90 % de leur portefeuille. Le FRR a voté à 84,1 % en faveur des résolutions présentées, à 12,1 % contre les résolutions présentées et s'est abstenu pour 3,8 % des résolutions.

De manière générale, les résolutions qui donnent lieu le plus à débat concernent les dispositifs anti-OPA, les opérations d'augmentation et de réduction du capital, les attributions d'actions gratuites pour les mandataires sociaux et les dirigeants et, enfin, les conventions réglementées portant sur les retraites sur-complémentaires et les indemnités de départ des dirigeants.

L'approche de l'investissement responsable du FRR est une approche positive.

La stratégie du FRR repose donc sur la prise en compte des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance dans la gestion du portefeuille ainsi que sur le développement et l'exercice d'une politique de vote active lors des assemblées générales. Ces deux activités, gestion et exercice des droits de vote, sont entièrement déléguées aux mandataires gestionnaires d'actifs du FRR. L'approche de l'investissement responsable du Fonds est une approche positive car elle incarne une sélection réellement active, volontaire et propre à l'appréciation de chaque gérant. Elle a également l'avantage de préserver une des règles de base de la gestion d'actifs, qui est la diversification.

FAIRE ÉVOLUER LA GESTION TRADITIONNELLE

Sensibiliser les gérants à la recherche extra-financière, les inciter à prendre en compte progressivement les critères extra-financiers dans la gestion et partager avec eux informations, analyses et expérience en matière de gestion socialement responsable, tels étaient les objectifs poursuivis au sein des portefeuilles européens (mandats de gestion active de la zone Euro et de l'Europe hors la zone Euro, soit six mandats de gestion et une valeur boursière d'environ 6,5 milliards d'euros fin 2007). Trois ans après le lancement de ces mandats, le bilan fait apparaître **une incontestable mobilisation des gestionnaires**, qui ont fait des efforts significatifs sur plusieurs plans. Leurs efforts ont concerné des recrutements nouveaux, une meilleure articulation entre les compétences financières et extra-financières, une amélioration de l'accès à l'information extra-financière avec un élargissement de l'univers de couverture et un recours à la

recherche des intermédiaires. En signant les PRI, les gestionnaires ont affiché ouvertement leur engagement à prendre en compte des critères extra-financiers dans la gestion. Toutefois, compte tenu des processus de gestion très variés des gestionnaires (différences importantes entre processus qualitatif et quantitatif), l'utilisation de la recherche est hétérogène et son impact direct sur la construction du portefeuille mérite d'être davantage documenté.

DRESSER UN BILAN OBJECTIF DE LA GESTION SPÉCIALISÉE ISR

En dédiant une partie de ses investissements à des gérants spécialisés dans l'ISR (cinq mandats d'une valeur historique de 600 millions d'euros et d'une valeur boursière de 677 millions d'euros à fin 2007), le FRR s'est engagé dans une approche expérimentale et prend un pari raisonnable et calculé s'agissant de la capacité de cette poche à générer un rendement relatif équivalent voire supérieur à la gestion traditionnelle.

Responsabilité

*Le FRR intègre dans
sa politique d'investissement
les valeurs collectives
du développement durable.*

Ces mandats sont en effet gérés avec l'objectif de surperformer leur indice de référence. Les processus de gestion devront aboutir à sélectionner les entreprises qui incarnent le mieux les principes ISR du FRR approuvés par le Conseil de surveillance et celles qui font des progrès les conduisant, dans la durée, vers les bonnes pratiques. C'est cette approche positive dite de « best in class » et de « best effort » qui intéresse plus particulièrement le FRR, et non une approche d'exclusion. Après plus d'un an de gestion, les résultats, pris globalement, montrent que la performance relative de la gestion des mandats ISR a été comparable à celle des mandats traditionnels en 2007. Il convient cependant de prendre ce résultat avec prudence en raison du manque d'historique d'une part, et des différences dans l'univers de gestion d'autre part. Pour le FRR, l'appréciation des mandats ISR ne se résume naturellement pas au seul critère de la performance, et des travaux dans d'autres domaines (stabilité des portefeuilles, caractère durable des investissements...) ont également été engagés à partir de cette année.

*Pour le FRR,
l'appréciation
des mandats ISR
ne se résume pas
au seul critère
de la performance.*

LES PRINCIPES D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (PRI) DE L'ONU

En tant qu'investisseurs institutionnels, nous avons le devoir d'agir au mieux des intérêts à long terme de nos bénéficiaires. Dans ce rôle fiduciaire, nous estimons que les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG) peuvent influencer sur la performance des portefeuilles d'investissement (à des degrés divers selon les entreprises, les secteurs, les régions, les classes d'actifs et le moment). Nous sommes en outre convaincus que l'application de ces principes pourra mettre les investisseurs mieux en phase avec les grands objectifs de la société. En conséquence, dans la mesure où cela est compatible avec nos responsabilités fiduciaires, nous prenons les engagements énoncés ci-dessous :

- 1 Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements.**
- 2 Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et nos pratiques d'actionnaires.**
- 3 Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.**
- 4 Nous favoriserons l'acceptation et l'application des principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.**
- 5 Nous travaillerons ensemble pour accroître notre efficacité dans l'application des principes.**
- 6 Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des principes.**

Les principes pour l'investissement responsable ont été établis par un groupe international d'investisseurs institutionnels en raison de l'importance croissante des questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise pour les pratiques d'investissement. Ce processus a été institué par le Secrétaire général de l'ONU.

En signant ces principes, nous nous engageons publiquement, en tant qu'investisseurs, à les adopter et à les appliquer dans la mesure où cela est compatible avec nos responsabilités fiduciaires. Nous nous engageons également à évaluer l'efficacité et à améliorer le contenu des principes avec le temps. Nous sommes convaincus que cela nous rendra plus à même de répondre à nos engagements envers les bénéficiaires et de mieux faire concorder nos activités d'investissement avec les intérêts généraux de la société.

Nous encouragerons les autres investisseurs à adopter les principes.

Un portefeuille diversifié

Au cours des dernières années, le FRR a vu ses actifs fortement progresser, passant de 16,5 milliards d'euros en juin 2004 à 34,5 milliards d'euros en décembre 2007. Cette augmentation s'est accompagnée d'une modification de la structure de son portefeuille.

LA MISE EN ŒUVRE PROGRESSIVE DE L'ALLOCATION STRATÉGIQUE

Conformément aux choix stratégiques effectués en 2003 et en 2006, le FRR a progressivement diversifié ses investissements et élargi son spectre d'intervention avec une présence aujourd'hui affirmée sur la plupart des classes d'actifs existantes. Au niveau du portefeuille dans son ensemble, l'approfondissement de la diversification s'est traduit par l'augmentation du nombre de lots – chaque lot correspondant à une combinaison entre catégorie d'actifs (par exemple, les actions zone Euro grandes capitalisations), mode de gestion (actif ou passif) et éventuellement stratégie d'investissement (valeur, croissance etc.). Le nombre de lots est ainsi passé de 7 en 2004 à 14 en 2007.

En pratique, sur la base de ces lots, le nombre des mandats de gestion attribués suivant la procédure des marchés publics a fortement augmenté, passant de 11 fin 2004 à 37 fin 2007.

Les premières années d'investissement ont été marquées par le **mouvement de diversification géographique et financière** que leur imprime l'évolution de l'allocation stratégique. Aussi les premiers investissements ont-ils été réalisés en 2004 principalement sur les actions et les obligations de la zone Euro. L'activation

de mandats de gestion sur les actions internationales (États-Unis, Asie-Pacifique et Europe ex-zone Euro) a été réalisée dès le début de l'année 2005 avec la poursuite très progressive des investissements sur le marché des taux, le FRR prenant en compte les conditions de marché alors peu propices. L'année 2006 a également été marquée par l'investissement dans la gestion des actions européennes ISR et le lancement d'une procédure d'appel d'offres sur le capital-investissement qui a abouti à la sélection de quatre stratégies au début de l'année 2007. Cette dernière année a, quant à elle, vu le renouvellement des premiers mandats activés en 2004 (gestion passive zone Euro et États-Unis), une nouvelle sélection du gestionnaire overlay ainsi que le lancement d'appels d'offres sur les petites capitalisations des États-Unis

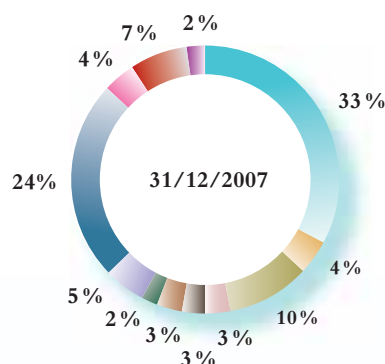
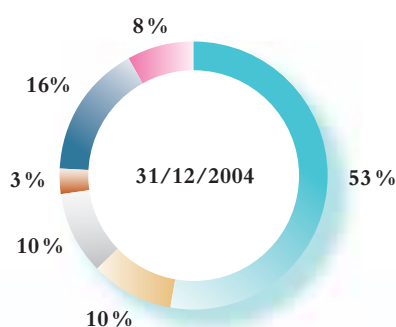
37
*mandats de gestion
attribués à fin 2007.*

et les matières premières. De nouveaux investissements devraient être initiés, à partir de 2008, sur les classes d'actifs diversifiés (actions émergentes, dettes émergentes, matières premières, capital-investissement, infrastructures et immobilier).

Au total, au 31 décembre 2007, le portefeuille investi du FRR (hors activité liée au gérant transversal et à la gestion

de trésorerie) se répartissait de la façon suivante : 18,3 milliards d'euros d'actions européennes, américaines et asiatiques, et 10,4 milliards d'euros d'obligations zone Euro et internationales, nominales et indexées sur l'inflation. Des engagements encore modestes à ce stade (0,3 % des actifs investis) ont été par ailleurs réalisés en cours d'année sur des classes d'actifs de diversification.

ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE ENTRE 2004 ET 2007



- Actions zone Euro grandes capitalisations
- Actions zone Euro petites et moyennes capitalisations
- Actions États-Unis grandes capitalisations
- Actions Amérique du Nord grandes et moyennes capitalisations
- Actions États-Unis moyennes capitalisations
- Actions États-Unis grandes capitalisations style valeur
- Actions États-Unis grandes capitalisations style croissance
- Actions Europe ex-zone Euro grandes capitalisations
- Actions Europe ISR
- Actions grandes capitalisations Asie-Pacifique, y compris Japon, hors pays émergents
- Obligations souverains et crédit zone Euro
- Obligations internationales indexées sur l'inflation
- Obligations internationales non libellées en euros souverains et crédit
- Actions grandes capitalisations pays émergents

LE FRR EST-IL UN FONDS SOUVERAIN ?

Le FRR est un investisseur public de long terme, mais ce n'est pas un fonds souverain au sens commun du terme. En effet, les fonds souverains peuvent être définis comme des fonds contrôlés, directement ou indirectement, par des États pour remplir des objectifs de politique nationale. Ils sont généralement alimentés par le produit de la vente de ressources naturelles (telles que le pétrole) ou par des réserves de change accumulées.

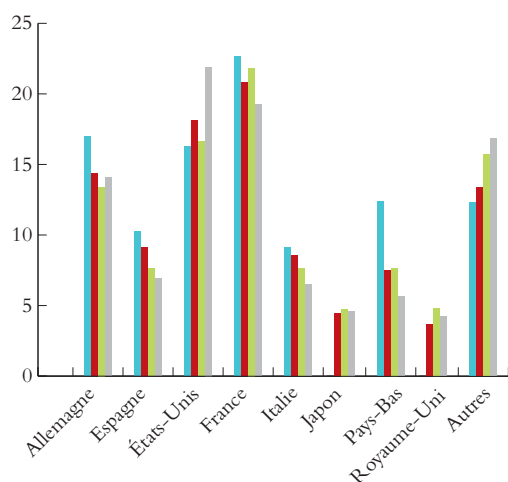
Le FRR ne répond pas à cette définition. Tout d'abord, il gère des actifs publics, mais pour le compte exclusif des régimes de retraite bénéficiaires. Ces fonds ne sont pas gérés – directement ou indirectement – par les pouvoirs publics, mais par un établissement autonome créé par le législateur et dédié à cet effet. Par ailleurs, ces fonds sont gérés avec un objectif unique, qui ne laisse aucune place à d'autres objectifs : maximiser la performance à long terme sous contrainte de risque. Guidé par ce seul objectif, le Conseil de surveillance définit la stratégie d'investissement ; le Directoire met en œuvre cette stratégie et rend compte au Conseil de surveillance ; et ce sont les gestionnaires délégués – sélectionnés par une procédure d'appel d'offres publique – qui effectuent la sélection des titres correspondant à la stratégie. De plus, statutairement, le FRR ne peut détenir plus de 3 % des actions ou des titres participatifs d'une société émettrice, ce qui exclut toute prise de participation stratégique. Par ailleurs, contrairement aux fonds souverains, le FRR est alimenté par des ressources diverses (de nature fiscale, sociale ou patrimoniale) : il n'a en aucune façon une mission de stabilisation macroéconomique. Enfin, le FRR mène une politique de transparence très poussée car il doit rendre des comptes sur sa gestion des fonds publics aux parties prenantes et plus généralement à l'ensemble des citoyens : la stratégie d'investissement, le choix des gérants, la structure effective de l'actif, les performances, etc. sont des données qui sont publiées régulièrement. Le Fonds est aussi soumis à des contrôles effectués par des tiers indépendants et par ses commissaires aux comptes.

LE PORTEFEUILLE ACTIONS : UN RÉÉQUILIBRAGE GÉOGRAPHIQUE

En termes géographiques, le poids relatif de la zone Euro, toujours prépondérant, a graduellement diminué au profit de l'international, zone qui représente

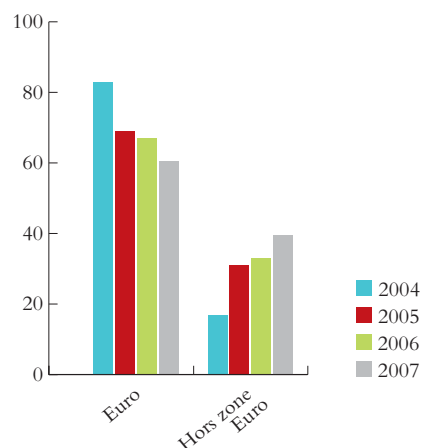
40 % de l'investissement en actions en 2007 contre moins de 20 % en 2004. Ce rééquilibrage a été opéré notamment grâce à une augmentation du poids des actions américaines (près de 22 % en 2007, contre environ 16 % en 2004).

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS



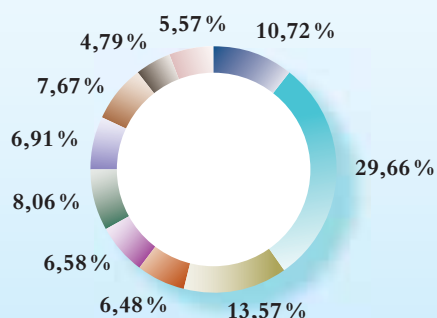
En termes sectoriels, le portefeuille est principalement investi en valeurs financières et industrielles ainsi qu'en titres d'entreprises opérant dans le secteur des biens de consommation. Cette répartition restait proche, aux paris tactiques mis en œuvre par les gestionnaires près, de celles des indices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

En termes de taille d'entreprises investies,



le FRR confirme son rôle en faveur du développement des petites et moyennes entreprises : les encours investis dans les mandats de petites et moyennes capitalisations représentent près de 11 % des actions de la seule zone Euro. Le FRR a décidé de renforcer cette exposition à ce segment en lançant en cours d'année deux appels d'offres de 500 millions d'euros sur les petites capitalisations américaines et le marché des actions françaises.

RÉPARTITION SECTORIELLE DES ACTIONS



- Biens de consommation
- Finances
- Industries
- Informatique
- Matériaux de base
- Pétrole et gaz
- Santé
- Services à la consommation
- Services aux collectivités
- Télécommunications

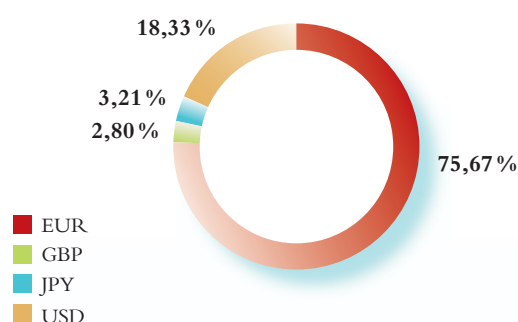
LE PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Le portefeuille obligataire du FRR présente des caractéristiques proches de celles des indices de référence, tant en termes de répartition par devises qu'en termes de maturité (les indices de référence étant

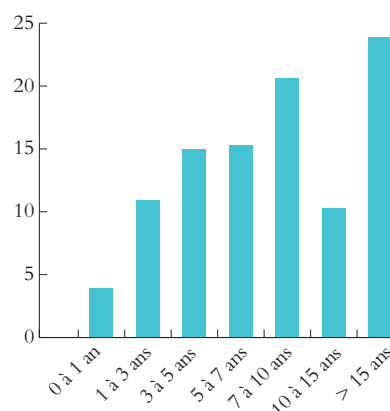
eux-mêmes structurés de façon cohérente avec la durée ⁽²⁾ élevée du passif du FRR). Le portefeuille obligataire comprend ainsi une proportion importante (24 %) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans.

2. La durée mesure la durée de vie moyenne actualisée des flux financiers considérés. La durée du passif du FRR est élevée parce que le FRR ne commencera à verser des contributions aux régimes bénéficiaires qu'à compter de 2020.

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR DEVISE



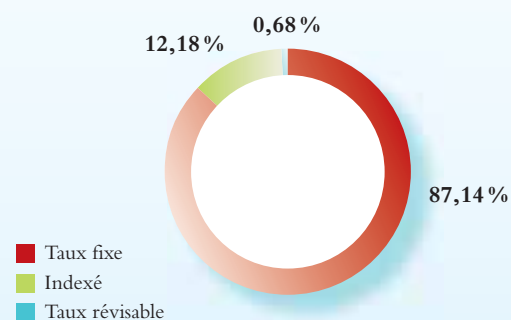
RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR MATURITÉ



La part des obligations indexées sur l'inflation s'élevait à 12,2% du portefeuille obligataire, le solde étant quasi intégralement investi en obligations nominales à taux fixe. La part des

obligations à taux variable (incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires mais non représentées dans leur indice de référence) demeure très marginale à 0,7%.

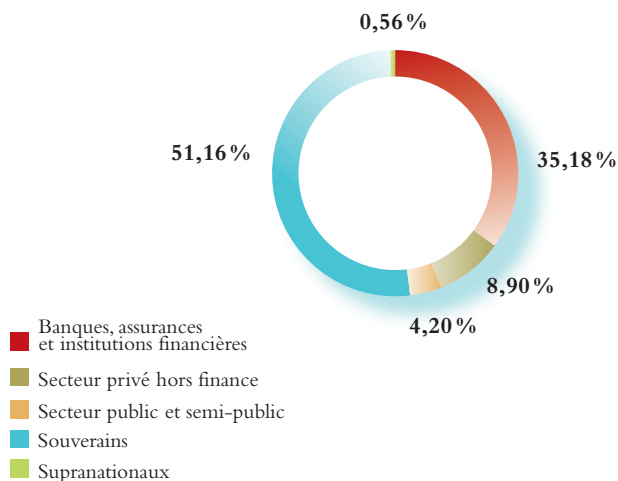
RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE



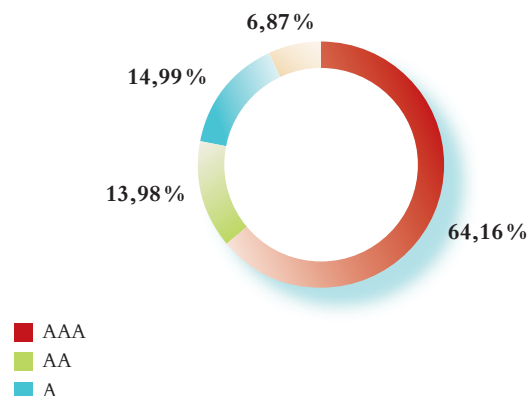
En revanche, plus de la moitié du portefeuille obligataire était constitué de titres d'émetteurs souverains, proportion significativement plus importante que dans les indices de référence

des mandats. Cette surpondération des titres d'État se traduit logiquement par une très forte proportion d'obligations notées AAA dans le portefeuille (64%).

**RÉPARTITION DES OBLIGATIONS
PAR CATÉGORIE**



**RÉPARTITION DES OBLIGATIONS
PAR NOTATION**



LA MONTÉE EN PUISSANCE DES ACTIFS DE DIVERSIFICATION

Conformément aux choix opérés en 2006, le FRR investit progressivement sur les classes d'actifs diversifiés : matières premières, capital-investissement, immobilier et infrastructures. Une procédure d'appel d'offres portant sur des mandats de capital-investissement lancée à la fin de 2005 a permis d'attribuer quatre mandats à l'été 2007. Le mandat concernant les investissements sur le segment « secondaire » a été mis en œuvre via un véhicule collectif fin décembre 2006. Dans un deuxième temps, trois véhicules dédiés ont été constitués début août 2007 comme supports aux investissements sur les trois poches d'investissements « primaires ». Les quatre mandats attribués totalisent pour le FRR une capacité d'engagement de 1,5 milliard d'euros, à déployer sur la période 2007-2010. À fin décembre 2007, 300 millions d'euros – soit 20 % du programme – ont été engagés, dont 29 souscriptions dans des fonds primaires pour 279 millions d'euros

et trois transactions sur le mandat secondaire pour 21 millions d'euros. Un appel d'offres visant à attribuer des mandats de réplique passive d'indices « matières premières » a été lancé le 16 octobre 2007. Compte tenu des délais de contractualisation entre les gérants et le FRR, mais également entre les gérants et leurs différentes contreparties, les premiers investissements dans ce domaine devraient intervenir au cours du deuxième semestre 2008.

Une première phase de définition de la stratégie d'investissement du FRR dans l'immobilier a été menée en 2007. Des investissements devraient pouvoir être initiés au cours de l'année 2008 avec une montée en charge progressive. De la même façon, le FRR a mené, à partir du second semestre 2007, une réflexion approfondie sur ses investissements dans les infrastructures, afin de définir le périmètre de cette classe d'actifs, ses caractéristiques économiques et financières et son attrait pour un investisseur de long terme comme le FRR.

*Le FRR investit progressivement
sur les classes d'actifs diversifiés :
matières premières, capital-investissement,
immobilier et infrastructures.*

Rechercher la performance

UN CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE FAVORABLE DANS L'ENSEMBLE, MAIS NETTEMENT DÉGRADÉ EN 2007

Depuis ses premiers investissements, le FRR a bénéficié d'un climat économique favorable, conjuguant croissance forte et inflation faible. Ce climat a été propice à la progression des marchés d'actions et du crédit, dans un contexte de volatilité historiquement faible et d'écarts de taux particulièrement réduits entre émetteurs privés – même pour les moins bien notés – et émetteurs souverains. Mais, dans le même temps, des facteurs de fragilité sont apparus : augmentation soutenue des prix de l'immobilier dans un contexte de taux longs faibles, creusement du déficit extérieur américain pesant sur la valeur du dollar, accumulation considérable de réserves de change dans certains pays émergents, résurgence de l'inflation dans ces mêmes pays sous l'effet de la surchauffe économique, flambée du prix des matières premières. Sur le plan financier, l'abondance de liquidités au regard des besoins réels, dans un contexte où les rendements obligataires ont constamment offert peu d'attrait, a induit chez les investisseurs un comportement de recherche de rendement à

« tout prix ». Portés de surcroît par une multiplication d'innovations financières de plus en plus complexes, les investisseurs ont progressivement reporté leurs placements vers des actifs de plus en plus rémunérateurs, mais aussi plus risqués, sans parfois bien appréhender si la rémunération du risque était suffisante.

Dès lors, la crise financière du tournant de l'année 2008 peut être vue comme un processus de correction des excès passés dans lequel les investisseurs réapprécient les risques. Les premiers défauts de paiement sur les prêts immobiliers à risque américains fin 2006 (subprime) ont été les catalyseurs de cette crise.

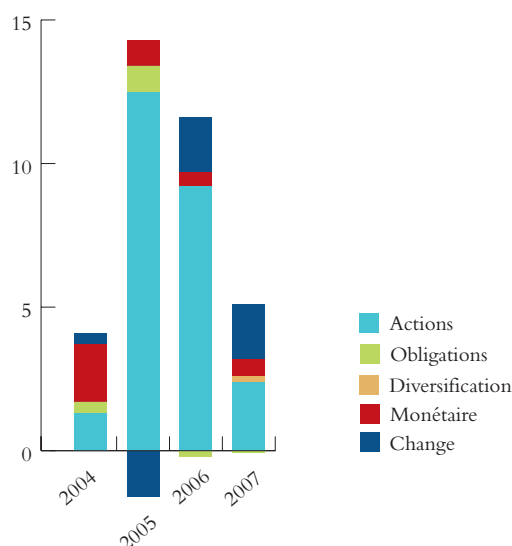
D'une crise circonscrite en 2007 au crédit hypothécaire américain, l'épisode financier s'est mué en krach boursier mondial.

Le mouvement a surpris par son ampleur même les observateurs les plus pessimistes. Il intervient en effet dans un contexte où les prix des actions sont restés généralement à des niveaux jugés très raisonnables. Hormis certains compartiments spécifiques, il n'y a pas de bulle comparable à celle qui prévalait à la fin des années 1990.

PERFORMANCE DES INDICES DE RÉFÉRENCE DEPUIS 2003

		2003-2007			2007	
		Performance cumulée	Performance annualisée	Risque annualisé	Performance	Risque
Actions	Actions zone Euro	84 %	13 %	13 %	7 %	9 %
	Actions France	83 %	13 %	12 %	1 %	10 %
	Actions américaines	67 %	11 %	9 %	4 %	9 %
	Actions japonaises	75 %	12 %	14 %	-12 %	12 %
	Actions émergentes	247 %	28 %	15 %	30 %	14 %
Obligations	Obligations européennes	22 %	4 %	4 %	0 %	3 %
	Obligations privées européennes	20 %	4 %	2 %	1 %	2 %
	Obligations américaines	24 %	4 %	4 %	7 %	3 %
Matières premières	Indice S&P GSCI	100 %	15 %	22 %	33 %	19 %

DÉCOMPOSITION DE LA PERFORMANCE GLOBALE PAR GRANDE CLASSE D'ACTIFS (en %)



De 2004 à 2006, la décomposition est faite à partir de la composition physique du portefeuille ; la contribution du change comprend donc à la fois la contribution de la couverture du change et la contribution de l'allocation tactique. En 2007, grâce à une méthode plus précise, la décomposition est faite à partir de la composition économique du portefeuille : la contribution de l'allocation tactique n'est donc plus confondue avec la contribution du change, mais éclatée entre les différents actifs sous-jacents.

DES PERFORMANCES SOLIDES

Depuis ses premiers investissements en juin 2004 jusqu'au 31 décembre 2007, **le FRR a dégagé en moyenne chaque année un rendement net de 8,8 %.**

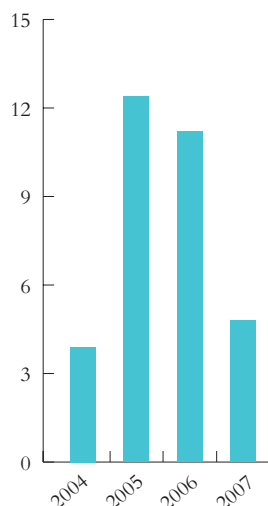
Pour apprécier cette performance, il faut la rapprocher du coût moyen des ressources qui sont affectées au FRR. En effet, toute somme investie par la collectivité dans le FRR pourrait alternativement être utilisée pour diminuer la dette publique brute et ainsi alléger la charge d'intérêts supportée par la puissance publique. En mai 2006, au moment où la nouvelle allocation stratégique a été arrêtée, ce coût d'opportunité a été évalué à 4,4 %. De juin 2004 à décembre 2007, 100 euros investis dans le Fonds ont rapporté 8,8 euros par an, soit 4,4 euros de plus que ce coût d'opportunité (soit au total, de manière cumulée, 4,2 milliards d'euros nets du coût de la ressource).

C'est grâce à son portefeuille diversifié et majoritairement investi en actions – conformément aux choix stratégiques effectués en 2003 et en 2006 – que le FRR enregistre de bonnes performances.

Sur les premières années d'investissement, les actions apparaissent effectivement comme la principale source de performance du FRR. La couverture du risque de change a également permis de protéger l'essentiel des gains réalisés à l'étranger contre l'effet dépréciatif de la montée de l'euro.

Cette bonne performance résulte d'une allocation stratégique fondée sur un horizon long : les sommes accumulées au sein du FRR ne pouvant être décaissées avant 2020, le Fonds peut tolérer une certaine volatilité de ses résultats de court terme, afin de tirer pleinement parti de primes de risque plus élevées sur le long terme. L'année 2004 mise à part (les fonds n'ont commencé à être investis qu'à mi-année), les trois années suivantes reflètent la sensibilité de la performance du FRR aux fluctuations des marchés sur le court terme : en 2005 et en 2006, le FRR a pu bénéficier pleinement d'un environnement financier favorable et dégager des performances annuelles nettes de 12,4 % et 11,2 % respectivement ; à l'inverse, en 2007, la performance du FRR a sensiblement diminué (+4,8 %).

PERFORMANCE ANNUELLE NETTE DU FRR (en %)



La performance enregistrée en 2007 demeure tout à fait honorable étant donné le contexte financier. Si le FRR a évidemment subi la dégradation générale des marchés financiers, il faut souligner qu'il ne détenait aucun des instruments directement affectés par la crise de liquidité de l'été 2007 (subprime), créances titrisées notamment). Mais surtout, il est tout à fait normal que les performances du FRR fluctuent à court terme en fonction de l'environnement économique et financier : ce n'est pas sur sa performance annuelle mais sur sa performance à long terme que le FRR doit être jugé. De ce point de vue, avec un rendement annuel net moyen de 8,8 %, le FRR a fait la preuve depuis sa mise en place de sa performance et de sa solidité, quelles que soient les conditions de marché.

DES RISQUES MAÎTRISÉS

La performance a été réalisée avec un niveau de risque financier limité qui peut être apprécié à partir de deux mesures complémentaires : le coefficient bêta et la VaR (value at risk). À la fin 2007, le coefficient bêta, qui mesure la corrélation entre les évolutions du benchmark stratégique et la valeur du portefeuille, est voisin de 1. Ainsi toute variation du benchmark stratégique induit une variation d'une ampleur comparable de la valeur du portefeuille. Ce bêta proche de l'unité traduit aussi le fait qu'il n'y a pas d'effet de levier au sein du FRR. La VaR mesure, avec une probabilité d'occurrence de 95 %, le risque de perte maximale globale

dans l'hypothèse, théorique, d'une liquidation du portefeuille en un an. En décembre 2007, ce risque de perte est de 10,7 % de la valeur du portefeuille à cette même date.

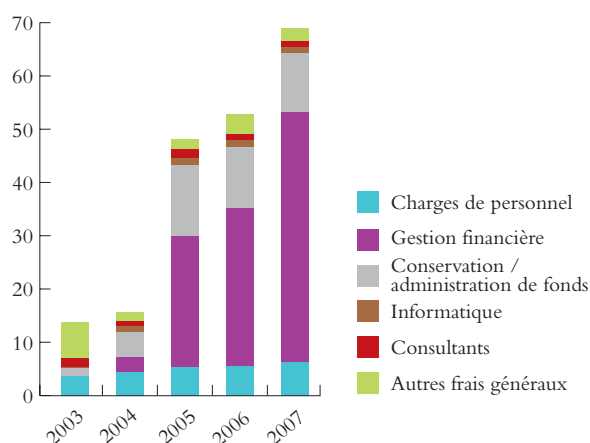
Par ailleurs, le législateur a prévu un ensemble de règles visant à encadrer les investissements du FRR et qui font l'objet d'un suivi constant :

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

DES COÛTS FAIBLES ET COMPARABLES À CEUX DE NOS HOMOLOGUES

En cinq ans, les différentes étapes du développement du FRR l'ont mené d'une équipe projet structurée autour de la mise en place du premier appel d'offres et de la construction des fondations administratives et juridiques du fonds, jusqu'à l'organisation

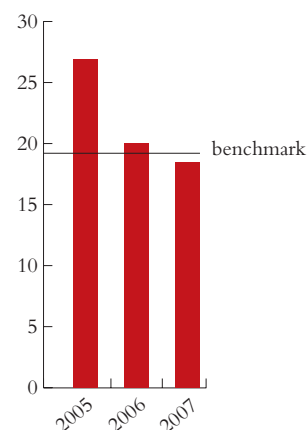
STRUCTURE DES COÛTS en millions d'euros



actuelle visant à assurer une performance durable pour le FRR. Le lancement du premier appel d'offres à l'été 2003, le démarrage des premiers mandats en juin 2004, la fin de la montée en charge des investissements et la mise en œuvre d'une nouvelle allocation d'actifs courant 2006 ont constitué les principaux jalons de cette croissance.

Début 2003, les équipes du Fonds étaient constituées d'une équipe projet de 22 collaborateurs. Fin 2007, l'effectif total, en incluant le Directoire et l'agence comptable, s'élevait à 48 personnes. Le nombre total de collaborateurs devrait atteindre environ 55 personnes fin 2008. Les coûts de gestion ont connu une évolution cohérente avec celle des effectifs et des actifs gérés. Ils s'élèvent à 70 millions d'euros pour l'exercice 2007, dont 84 % de frais de gestion des mandats (commissions de gestion, conservation et administration de fonds). Dès l'origine, le Directoire a attaché une très grande importance à la maîtrise des coûts et à leur étalonnage par rapport à ceux de fonds européens comparables. En 2003, avant le démarrage des premiers investissements, une première étude de comparaison des coûts a été réalisée avec l'appui d'un cabinet international, spécialiste de la gestion d'actifs. Cette démarche a été poursuivie en 2005 avec une étude plus approfondie qui a fixé le benchmark du FRR (étalon de référence) à 19 points de base, incluant 3 points de base de coûts structurels

COÛTS ADMINISTRATIFS ET FINANCIERS en pourcentage d'actifs sous gestion



liés à l'externalisation systématique de la gestion et aux contraintes statutaires du fonds. Par ailleurs, chaque année, avec l'aide d'un organisme spécialisé, les coûts et les performances du FRR sont comparés à un groupe de référence gérant des actifs de taille comparable.

En 2007, sous le double effet de la croissance des encours et de l'effort de maîtrise des coûts, **le FRR a atteint son benchmark.**

L'essentiel de la réduction des coûts est dû aux efforts de la Caisse des Dépôts visant à faire baisser les coûts unitaires de conservation (renégociation des coûts du dépositaire, pondération plus favorable du volume important de flux apportés par le FRR). Les prestations de conservation / administration de fonds relèvent de la gestion administrative de la Caisse des Dépôts et représentent 55 % des coûts de 2007, hors commissions de gestion.

Performance

Le FRR recherche la meilleure performance possible en conservant la maîtrise de ses risques.

Un mode de gouvernance destiné à garantir transparence et responsabilité

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.

Le FRR est un établissement public original. En effet, il est doté d'un Conseil de surveillance et d'un Directoire, ce qui permet de dissocier clairement la fonction exécutive de la fonction d'orientation et de contrôle.

Le Conseil de surveillance assure

la représentation des parties prenantes puisqu'il est constitué de parlementaires, de partenaires sociaux, de représentants des ministères de tutelle (ministère du Travail, des Relations sociales et de la Solidarité, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, et ministère du Budget, des Comptes publics et de la Fonction publique) et de personnalités qualifiées dans les domaines relevant des missions du Fonds. Il compte 20 membres et doit se réunir au moins deux fois par an. Il est chargé de fixer, 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, contrôle les résultats du Fonds, approuve les comptes annuels et établit un rapport annuel public sur la gestion du Fonds.

*Une gouvernance originale
pour assurer la représentation
de l'ensemble des parties
prenantes.*

Transparence

*Le FRR rend compte de la gestion
des fonds qui lui sont confiés
par la collectivité nationale.*

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 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.

Le FRR est soumis au contrôle financier de l'État, ainsi que de la Cour des comptes, de l'Inspection générale des Finances et de celle des Affaires sociales.

Par ailleurs, le Fonds est assisté de deux commissaires aux comptes chargés de certifier les comptes annuels et d'émettre un rapport d'examen limité sur les comptes intermédiaires semestriels, avant qu'ils ne

soient soumis par le Directoire au Conseil de surveillance et qu'ils ne soient publiés. Ces cabinets ont également pour mission d'assister le Comité des comptes du FRR. Cette instance, prévue par le règlement intérieur du Fonds, prépare les délibérations du Conseil de surveillance sur l'approbation des comptes et l'assiste dans le contrôle des résultats.

UNE ORGANISATION SOUPLE POUR ACCOMPAGNER UN DÉVELOPPEMENT RAPIDE

Les choix d'organisation ont été effectués pour accompagner et favoriser le développement du FRR. L'évolution progressive de l'organigramme du FRR témoigne d'un souci constant du Directoire d'adapter au mieux l'organisation en fonction de la montée en charge des opérations financières. Ainsi, en février 2006, ce sont les fonctions de pilotage et de suivi des investissements qui ont été renforcées ; au début de l'année 2008, c'est au tour de la fonction « risque ». Petite structure légère et facilement adaptable, s'appuyant sur des ressources humaines qualifiées ayant rejoint un projet original combinant mission d'intérêt général et gestion financière, le FRR a ainsi pu faire face à la croissance rapide des actifs sous gestion.

Les instances dirigeantes du FRR

Au 31 décembre 2007

CONSEIL DE SURVEILLANCE

Président

Raoul Briet

Membres de l'Assemblée nationale

Yves Bur

Suppléant

Pierre Hellier

Marc Laffineur

Suppléant

Jean-Yves Chamard

Membres du Sénat

Jean-Jacques Jegou

Suppléant

Claude Domeizel

Dominique Leclerc

Suppléant

Yves Freville

Personnalité qualifiée

Jean-Louis Beffa,

Vice-Président du Conseil de surveillance

Représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national

• Confédération générale du travail

Jean-Christophe Le Duigou

Vice-Président du Conseil de surveillance

Suppléant

Pierre-Yves Chanu

• Confédération générale du travail Force ouvrière

Jean-Jacques Poujade

Suppléant

Bernard Devy

• Confédération française démocratique du travail

Jean-Paul Le Bail

Suppléant

Philippe Le Clezio

• Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni

Suppléant

Michel Moise-Mijon

• Confédération française de l'encadrement – Confédération générale des cadres

Solange Morgenstern

Suppléante

Danièle Karniewicz

Représentants des employeurs et travailleurs indépendants (ou suppléants)

• Mouvement des Entreprises de France

Jean-René Buisson

Suppléant

Catherine Thibier

Véronique Cazals

Suppléante

Agnès Lepinay

Alain Leclair

Suppléant

André Renaudin

Association française de la gestion financière

• **Confédération générale des petites et moyennes entreprises**

Jean-François Veyssset

Suppléant

Georges Tissié

• **Union professionnelle artisanale**

Dany Bourdeaux

Suppléante

Berthe Duguey

Représentants du ministre chargé de la Sécurité sociale (ou suppléants)

Dominique Libault

Suppléant

Stéphane Seiller

Jean-Louis Rey

Suppléant

Franck Le Morvan

Représentant du ministre chargé de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi (ou suppléant)

Xavier Musca

Suppléant

Thierry Francq

Représentant du ministre chargé du Budget, des Comptes publics et de la Fonction publique (ou suppléant)

Philippe Josse

Suppléant

Henri Lamotte

DIRECTOIRE

Président

Augustin de Romanet

Autres membres

Yves Chevalier

Antoine de Salins

COMITÉ DE SÉLECTION
DES GÉRANTS

Président

Antoine de Salins

Autres membres

Alain Hindié

Consultant

René Karsenti

PDG de ICMA

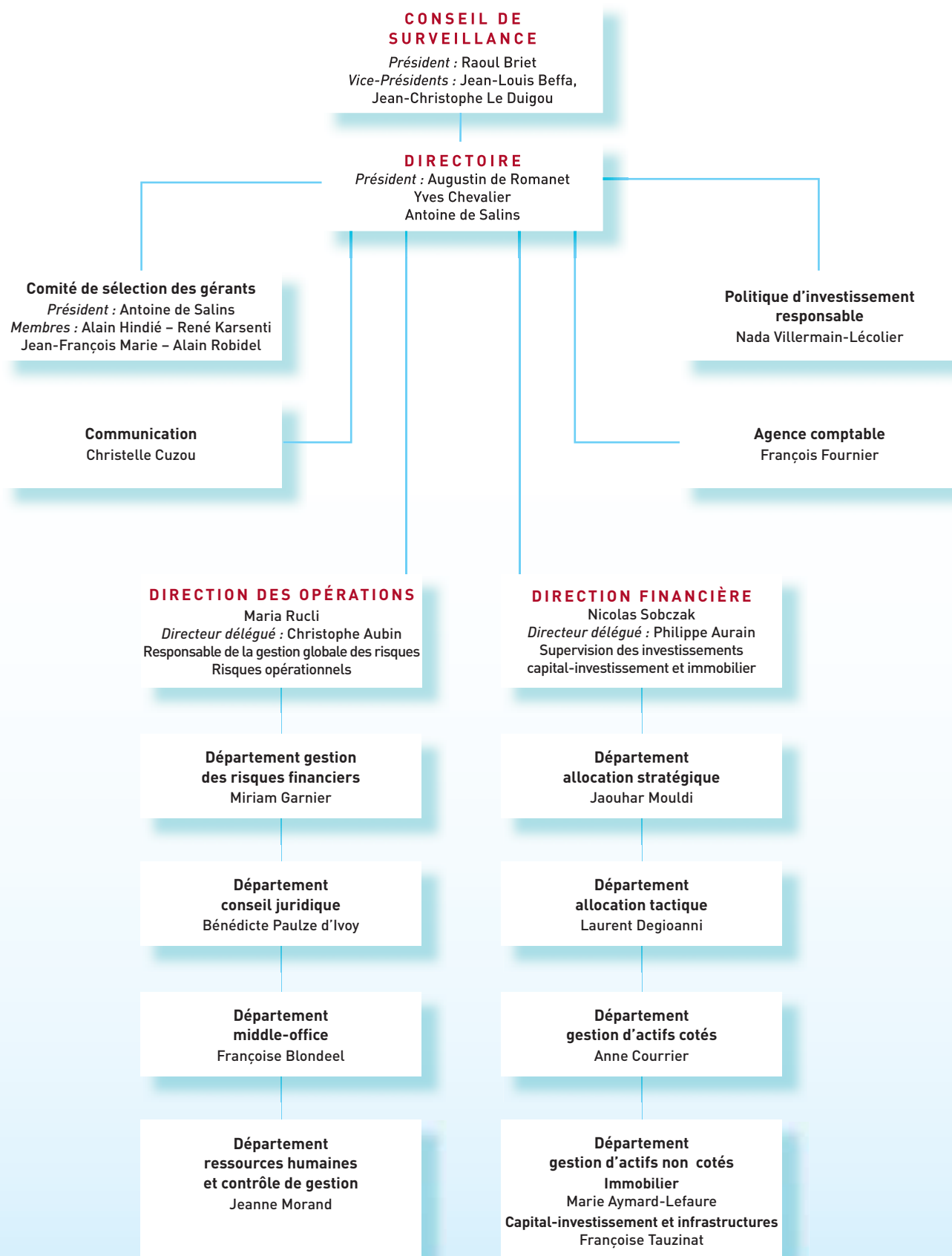
Jean-François Marie

Vice-Président de Montpensier Finance

Alain Robidel

Directeur associé AC2F Consultants

Organisation



Synthèse financière et comptable

LES COMPTES 2007

L'année 2007 voit le patrimoine du FRR progresser de façon importante en raison des dotations reçues (+ 1,8 milliard d'euros) et du résultat (+ 2,7 milliards d'euros) provenant de l'activité financière du Fonds. La contrepartie de ces capitaux propres constituée de valeurs mobilières et de disponibilités atteint 34,268 milliards d'euros.

En 2007, le niveau d'écart d'estimation recule de plus d'un milliard d'euros (1,191 milliard d'euros).

LES FINANCEMENTS EXTERNES

Les ressources du FRR ont progressé de façon significative en 2007 sous le double effet de la hausse du montant du prélèvement social sur les produits de placements et les revenus du patrimoine et d'un changement de la règle de comptabilisation des droits du FRR (arrêté interministériel du 7 février 2007). Cette année 2007 confirme la stabilité des abondements dont le périmètre a été élargi au produit des assurances-vie en déshérence ; les premiers encaissements interviendront en 2008.

La contribution de la CNIEG (Caisse nationale des industries électriques et gazières) perçue en 2005 continue à bénéficier des performances du FRR pour atteindre 3,88 milliards d'euros pour un versement initial de 3,06 milliards d'euros.

LES RÉSULTATS DE LA GESTION FINANCIÈRE

Le plan comptable du FRR défini par l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du Conseil national de la comptabilité traite différemment les produits et charges financières réalisés, d'une part, et les plus ou moins-values latentes, d'autre part.

Le portefeuille de valeurs mobilières du FRR est exprimé en valeur de marché.

L'ensemble des différences entre le prix d'achat des titres et leur valeur de marché au jour de la clôture de l'exercice constitue les plus ou moins-values latentes qui sont inscrites – déduction faite de la part attribuée à la CNAVTS au titre de la contribution exceptionnelle – dans les capitaux propres du FRR.

Au 31 décembre 2007, ces écarts d'estimation diminuent en raison de la liquidation d'actifs (contribuant au résultat financier) et de la baisse de valeur des actifs investis principalement en actions.

Le résultat financier progresse de 0,59 milliard d'euros entre 2006 et 2007 essentiellement au titre des opérations de change (+ 316 millions d'euros) et des revenus de valeurs mobilières (+ 208 millions d'euros). Conformément à l'article L. 135-12 du Code de la sécurité sociale, les comptes de l'exercice 2007 ont fait l'objet d'une certification de la part des commissaires aux comptes.

CINQ ANS DE GESTION FINANCIÈRE DU FRR

Les comptes du FRR reflètent la montée en charge de l'allocation stratégique voulue par le Conseil de surveillance et la gestion tactique dynamique. Après des années de croissance forte, le FRR est confronté sur le deuxième semestre 2007 à une dynamique de marché moins favorable alors même que les abondements annuels ont atteint un palier.

- **La mise en place de l'allocation stratégique**

Les actifs de 2004 étaient en totalité des disponibilités placées à court terme (pour 14,6 milliards d'euros). Fin décembre 2007, elles ne représentent plus que 2,6 milliards d'euros. La diversification de ces valeurs mobilières – actions, obligations, TCN – voit apparaître des OPCVM et des opérations de capital investissement, encore modestes à la clôture 2007 (51 millions d'euros), mais avec des engagements significatifs.

- **Le dynamisme de la gestion tactique** est matérialisé par un niveau de plus en plus élevé de créances et de dettes (environ 10 milliards d'euros au 31 décembre 2007) liées à des couvertures de change elles-mêmes dépendantes de la diversification en actifs en devises.

- **La dynamique des marchés**, dont le Fonds a tiré profit jusqu'à l'été 2007, connaît un tassement qui, au 31 décembre, ne remet pas en cause sa performance globale. Le cumul du résultat de l'exercice et des écarts d'estimation, qui avait progressé de façon continue jusqu'à fin 2006 pour atteindre 4,719 milliards d'euros, a régressé à 3,916 milliards d'euros fin 2007.

- **Les abondements : un palier supérieur à 1,5 milliard d'euros par an**

Hors contribution CNIEG en 2005, les ressources externes significatives du FRR sont constituées pour l'essentiel par les prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine et sur les produits de placement. Les excédents de la CNAV, dont le Fonds a bénéficié depuis 2005, se sont depuis taris.

Bilan

en euros

ACTIF	31/12/2007	31/12/2006
Immobilisations	467 827,88	501 001,73
Créances	10 191 428 687,93	8 322 058 561,93
Dotations affectées au FRR à recevoir	72 306 914,11	7 023 837,84
Créances d'exploitation	0,00	0,00
Créances liées aux instruments financiers	83 294 132,16	48 841 691,53
Créances liées aux opérations de change	10 002 351 699,80	8 242 940 817,51
Créances liées aux instruments financiers à terme	33 475 941,86	23 252 215,05
Valeurs mobilières	31 644 441 797,98	26 076 875 024,59
Actions	18 051 575 728,01	17 134 936 100,06
Obligations	10 372 379 983,36	7 363 430 755,59
Titres de créances négociables	2 640 888 950,87	1 578 325 738,42
OPCVM	529 002 603,10	0,00
Fonds d'investissement	50 594 532,64	182 430,52
Disponibilités	2 623 576 386,66	5 205 500 668,42
Charges constatées d'avance	104 035,32	6 975,37
Total	44 460 018 735,77	39 604 942 232,04
PASSIF	31/12/2007	31/12/2006
Capitaux propres	30 595 085 409,69	27 465 678 650,35
Dotations	22 765 729 699,54	20 966 500 857,88
Réserves	3 913 173 975,69	1 779 916 957,31
Écart d'estimation	1 191 639 464,08	2 586 003 816,78
Résultat de l'exercice	2 724 542 270,38	2 133 257 018,38
Dettes	13 846 457 004,96	12 128 928 156,13
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 879 535 179,02	3 700 705 528,28
Dettes d'exploitation	55 042 677,15	41 325 764,85
Dettes liées aux instruments financiers	24 575 504,25	236 758 175,87
Dettes liées aux opérations de change	9 875 680 585,81	8 143 931 411,79
Dettes liées aux instruments financiers à terme	11 623 058,73	6 207 275,34
Produits constatés d'avance	18 476 321,12	10 335 425,56
Total	44 460 018 735,77	39 604 942 232,04

Compte de résultat

en euros

CHARGES	2007	2006
Services extérieurs	67 971 177,29	67 218 006,19
Impôts et taxes	68 708,47	61 653,59
Frais de personnel	727 430,18	626 888,50
Amortissement	170 470,30	339 533,75
Charges d'exploitation	68 937 786,24	68 246 082,03
Pertes de change	234 443 909,08	178 963 988,30
Charges sur instruments financiers à terme	398 469 309,73	88 646 885,22
Charges sur cession de valeurs mobilières	624 317 142,18	284 333 098,71
Autres charges financières	2 660,65	9 509,90
Charges de rémunération de la contribution CNIEG	361 595 545,22	297 265 732,96
Charges financières	1 618 828 566,86	849 219 215,09
Charges exceptionnelles	0,00	0,00
Total charges	1 687 766 353,10	917 465 297,12
Résultat de l'exercice	2 724 542 270,38	2 133 257 018,38
Total	4 412 308 623,48	3 050 722 315,50
PRODUITS	2007	2006
Revenus des valeurs mobilières	879 258 010,50	671 262 201,28
Gains de change	826 679 752,75	456 097 578,50
Produits sur instruments financiers à terme	536 880 220,73	185 387 006,41
Produits sur cession de valeurs mobilières	2 016 324 640,90	1 588 583 256,59
Autres produits financiers	153 107 119,54	149 222 441,47
Produits financiers	4 412 249 744,42	3 050 552 484,25
Produits exceptionnels	58 879,06	169 831,25
Total produits	4 412 308 623,48	3 050 722 315,50
Total	4 412 308 623,48	3 050 722 315,50

Annexe aux comptes

arrêtés au 31 décembre 2007

RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC.

Les conventions générales comptables ont été appliquées dans le respect des principes de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle conformément aux hypothèses de base de continuité d'exploitation, de permanence des méthodes comptables et d'indépendance des exercices.

La comptabilité du FRR étant tenue en euro, la comptabilisation de la valorisation des positions des mandats du FRR en devises correspond à sa contre-valeur calculée avec le taux de change WM / Reuters Closing Spot Rates.

Les transactions sont enregistrées en date de négociation. Depuis le 30 novembre 2006, celles sur valeurs mobilières de placement le sont en frais inclus conformément à l'avis du CNC du 31 mars 2006.

Il est fait application de la règle du PRMP (Prix de Revient Moyen Pondéré) pour le dégagement des plus ou moins-values sur valeurs mobilières et de la règle FIFO (First in First out) pour les futures.

Les valorisations sont effectuées sur les positions au vendredi soir ou au 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.

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.

La valorisation des obligations est effectuée sur des cours contribués source Bloomberg.

Les coupons courus à l'achat ou à la vente ainsi que ceux de fin de période sont exprimés par rapport à la date de valeur ; cette méthode de comptabilisation est liée à la prise en compte des opérations dès la date de négociation.

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

Les titres de créances négociables ou assimilés qui ne font pas l'objet de transactions significatives sont évalués de façon actuarielle sur la base de taux zéro coupon de même maturité, majoré le cas échéant, d'un spread émetteur. Les titres de créance négociables d'une durée résiduelle inférieure à trois mois pourront être évalués selon la méthode linéaire.

Les OPCVM sont valorisés sur la base de la dernière valeur liquidative connue. Les ETF (Exchange Traded Funds) sont évalués au dernier cours coté. Les fonds de capital investissement sont valorisés sur la base de la dernière valorisation communiquée par les gérants.

Les instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou assimilé et les engagements y afférant sont valorisés sur la base du cours de compensation.

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

Les plus ou moins-values latentes et les écarts de change latents sont comptabilisés en écart d'estimation au bilan et n'affectent pas le résultat du Fonds.

Les plus ou moins-values réalisées et les écarts de change définitifs sont comptabilisés dans les comptes de charges et de produits.

Les immobilisations corporelles sont amorties linéairement sur une durée de trois ans.

Les immobilisations incorporelles, essentiellement liées au droit d'utilisation du logiciel SPIRRIS et aux maintenances associées, sont amorties linéairement sur cinq ans.

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

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

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

PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

Bilan

Les différentes rubriques sont présentées en valeurs nettes tenant compte des amortissements pratiqués pour les immobilisations ou des écarts d'estimation pour les actifs et passifs financiers.

Les « dotations affectées au FRR à recevoir » représentent le montant des dotations affectées au FRR à la date d'arrêté non encaissées à cette date et dont le montant est connu lors de l'arrêté des comptes.

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

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

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

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

Les « disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euro et en devises (évalués à leurs cours du dernier jour de l'exercice) ainsi que les intérêts courus au titre de la rémunération de ces comptes courants et des comptes à terme.

Les « capitaux propres » regroupent :

- les « dotations » correspondant aux abondements reçus par le Fonds de réserve pour les retraites depuis sa création en 1999 ;
- les « réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création ;
- les « écarts d'estimation » représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêté ;
- le résultat de l'exercice.

La rubrique « contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

- la contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 euros la somme devant être versée avant le 30 juin 2005 au FRR par la CNIEG ;
- les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêté du 31 janvier 2005 ;
- la quote-part des produits de l'exercice, nets de frais, correspondant à la rémunération par le FRR de la soulte versée par la CNIEG ;
- la quote-part des plus ou moins-values latentes à la date d'arrêté.

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

Portefeuille au 31 décembre 2006

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

Portefeuille au 31 décembre 2007

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation ⁽¹⁾	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	16 515 177 305,60	1 536 398 422,41	–	18 051 575 728,01
Obligations	10 556 619 868,48	– 381 969 338,54	197 729 453,42	10 372 379 983,36
TCN	2 625 991 496,28	4 671 238,14	10 226 216,45	2 640 888 950,87
OPCVM	508 756 763,84	20 245 839,26	–	529 002 603,10
Capital inv.	55 344 506,87	– 4 749 974,23	–	50 594 532,64
Total	30 261 889 941,07	1 174 596 187,04	207 955 669,87	31 644 441 797,98

	31/12/2007	31/12/2006	Évolution
Actions	18 051 575 728,01	17 134 936 100,06	5,35 %
Obligations	10 372 379 983,36	7 363 430 755,59	40,86 %
TCN	2 640 888 950,87	1 578 325 738,42	67,32 %
OPCVM	529 002 603,10	–	–
Capital inv.	50 594 532,64	182 430,52	–
Total	31 644 441 797,98	26 076 875 024,59	21,35 %

(1) Écarts d'estimation avant répartition de la quote-part CNIEG.

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2007	31/12/2006
< 1 an	23,93 %	22,03 %
1 à 3 ans	8,75 %	10,84 %
3 à 5 ans	11,91 %	14,13 %
5 à 7 ans	12,08 %	9,36 %
7 à 10 ans	16,29 %	12,89 %
10 à 15 ans	8,13 %	11,12 %
> 15 ans	18,91 %	19,63 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2007	31/12/2006
Taux fixe	89,96 %	90,34 %
Taux indexé	9,52 %	9,15 %
Taux variable	0,52 %	0,51 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION

Devise	Actions	Obligations	TCN	OPCVM ⁽²⁾	LP ⁽³⁾	Total
AUD	280 472 547,39	13 571 361,14				294 043 908,53
CAD	206 312 197,48	-	-	-	-	206 312 197,48
CHF	265 874 038,98	-	-	-	-	265 874 038,98
DKK	22 501 958,33	-	-	-	-	22 501 958,33
EUR	11 085 571 444,79	7 767 988 973,22	2 588 426 815,31	13 851 242,00	22 759 424,00	21 478 597 899,32
GBP	759 695 889,24	312 649 577,47	-	28 861 424,70	-	1 101 206 891,41
HKD	176 994 706,41	-	-	-	-	176 994 706,41
JPY	845 189 761,49	341 632 610,57	-	-	-	1 186 822 372,06
NOK	44 011 607,45	-	-	-	-	44 011 607,45
NZD	2 200 307,55	-	-	-	-	2 200 307,55
SEK	84 232 440,25	9 415 324,32	-	-	-	93 647 764,57
SGD	64 209 613,34	-	-	-	-	64 209 613,34
USD	4 214 309 215,31	1 927 122 136,64	33 985 814,44	486 289 936,40	27 835 108,64	6 689 542 211,43
Total net d'IPA ⁽⁴⁾	18 051 575 728,01	10 372 379 983,36	2 622 412 629,75	529 002 603,10	50 594 532,64	31 625 965 476,86
		IPA sur TCN en EUR	18 232 236,44			
		IPA sur TCN en USD	244 084,68			
		Total IPA	18 476 321,12			
Total portefeuille	18 051 575 728,01	10 372 379 983,36	2 640 888 950,87	529 002 603,10	50 594 532,64	31 644 441 797,98

(2) Exchange Traded Funds : ETF pays émergents et matières premières.

(3) Limited Partnership : fonds d'investissement.

(4) IPA : intérêts perçus d'avance.

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2007

Valeurs mobilières	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Européennes zone Euro	11 072 455 528,98	–	11 072 455 528,98
Européennes hors zone Euro	1 194 472 420,29	–	1 194 472 420,29
Amérique	4 425 226 178,60	–	4 425 226 178,60
Asie hors Japon	514 231 838,65	–	514 231 838,65
Japon	845 189 761,49	–	845 189 761,49
	18 051 575 728,01	–	18 051 575 728,01
Obligations			
Européennes zone Euro	7 767 988 973,22	–	7 767 988 973,22
Européennes hors zone Euro	322 064 901,79	–	322 064 901,79
Amérique	1 927 122 136,64	–	1 927 122 136,64
Asie hors Japon	13 571 361,14	–	13 571 361,14
Japon	341 632 610,57	–	341 632 610,57
	10 372 379 983,36	–	10 372 379 983,36
Titres de créances négociables			
Européens zone Euro	2 588 426 815,31	18 232 236,44	2 606 659 051,75
Amérique	33 985 814,44	244 084,68	34 229 899,12
	2 622 412 629,75	18 476 321,12	2 640 888 950,87
OPCVM			
ETF pays émergents monde	508 658 899,54	–	508 658 899,54
ETF matières premières	20 343 703,56	–	20 343 703,56
	529 002 603,10	–	529 002 603,10
Fonds d'investissement			
Europe	22 759 424,00	–	22 759 424,00
Amérique	27 835 108,64	–	27 835 108,64
	50 594 532,64	–	50 594 532,64
Total général	31 625 965 476,86	18 476 321,12	31 644 441 797,98

DOTATIONS AFFECTÉES AU FRR À RECEVOIR

31/12/2007

ACOSS – Épargne salariale	1 569 093,27
CDC – Consignations prescrites	3 119 019,47
SCBCM DCM ⁽⁵⁾	67 355 324,60
– dont contributions sociales sur les revenus du patrimoine	31 049 223,49
– dont contributions sociales sur les produits de placement	36 306 101,11
Autres	263 476,77
Total	72 306 914,11

(5) En application de l'arrêté du 8 février 2007 portant définition des critères de rattachement à l'exercice des produits de nature fiscale.

DETTES D'EXPLOITATION

Dettes	31/12/2007	> 1 an	< 1 an
État et organismes sociaux	145 128,52	–	145 128,52
Autres dettes	54 897 548,63	–	54 897 548,63
Total	55 042 677,15	–	55 042 677,15

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances **31/12/2007**

liées aux instruments financiers

Coupons échus à l'encaissement	38 572 228,79
Ventes en attente de règlement	44 721 903,37
Total	83 294 132,16

liées aux opérations de change

Achats à terme	619 658 403,88
Devises à recevoir à terme	9 366 216 612,95
Devises à recevoir au comptant	760 073,32
Déport	15 716 609,65
Total	10 002 351 699,80

liées aux instruments financiers à terme

Dépôts de garantie	31 824 391,81
Marge à recevoir	1 651 550,05
Total	33 475 941,86

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes **31/12/2007**

liées aux instruments financiers

Achats en attente de règlement	24 575 504,25
Total	24 575 504,25

liées aux opérations de change

Ventes à terme	9 247 413 288,75
Devises à livrer à terme	622 931 699,28
Devises à livrer au comptant	757 704,52
Report	4 577 893,26
Total	9 875 680 585,81

liées aux instruments financiers à terme

Marge à régler	11 623 058,73
Total	11 623 058,73

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PROPRES

	31/12/2007	31/12/2006	Évolution
Dotations	22 765 729 699,54	20 966 500 857,88	8,58 %
Réserves	3 913 173 975,69	1 779 916 957,31	119,85 %
Écarts d'estimation	1 191 639 464,08	2 586 003 816,78	- 53,92 %
Résultat de l'exercice	2 724 542 270,38	2 133 257 018,38	27,72 %
	30 595 085 409,69	27 465 678 650,35	11,39 %

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG

Application de la convention CNAV-FRR

Fonds propres au 30/06/2007	29 434 053 450,23
Abondements 3^e trimestre 2007	402 161 884,69
Soulte CNIEG au 30/06/07	3 920 453 666,93
	33 756 669 001,85
Quote-part CNAV au 31/12/2007	11,60 %

Abondements

30/06/2007	21 292 050 211,99	3 ^e trimestre 2007
30/09/2007	21 694 212 096,68	402 161 884,69

Répartition au 31 décembre 2007

	30/06/2007	31/12/2007	À répartir
Charges d'exploitation	35 636 285,90	68 937 786,24	33 301 500,34
Résultat financier	1 837 371 898,27	3 155 016 722,78	1 317 644 824,51
Résultat exceptionnel	43 693,58	58 879,06	15 185,48
Résultat global	1 801 779 305,95	3 086 137 815,60	1 284 358 509,65

Écart d'estimation capital inv.	- 68 059,91	- 4 749 974,23	- 4 681 914,32
Écart d'estimation change	- 331 205,50	- 6 863 839,80	- 6 532 634,30
Écart d'estimation change à terme	22 204 040,61	130 495 360,18	108 291 319,57
Écart d'estimation dérivés	- 40 123 716,21	- 29 738 295,94	10 385 420,27
Écart d'estimation valeurs mobilières	2 923 912 447,50	1 179 346 161,27	- 1 744 566 286,23
Écart d'estimation total	2 905 593 506,49	1 268 489 411,48	- 1 637 104 095,01

À porter au crédit de la CNAV		
Produits fin. et excep. - charges fonct.	1 284 358 509,65	
Pourcentage de répartition	11,60 %	
À porter au crédit de la CNAV	148 985 587,12	

Écart d'estimation	- 1 637 104 095,01	
Pourcentage de répartition	11,60 %	
À porter au débit de la CNAV	- 189 904 075,02	

Récapitulation		
Produits fin. - charges de fonct.	148 985 587,12	
Écart d'estimation (plus-values latentes)	- 189 904 075,02	
Total	- 40 918 487,90	

Contribution CNIEG au 30/06/2007	3 920 453 666,92	
Total au 31/12/2007	3 879 535 179,02	
Quote-part de résultat attribuée au titre du 1 ^{er} semestre	212 609 958,10	
Quote-part de résultat attribuée au titre du 2 ^e semestre	148 985 587,12	
Total 2007	361 595 545,22	

DISPONIBILITÉS

Devises	Total
AUD	18 542 968,39
CAD	16 265 003,33
CHF	18 017 503,79
DKK	849 357,65
EUR	2 080 365 734,93
GBP	88 633 526,98
HKD	16 164 445,71
JPY	87 595 550,55
NOK	9 961 384,47
NZD	7 265,32
SEK	7 873 934,52
SGD	827 006,16
USD	278 472 704,86
Total	2 623 576 386,66

CHARGES D'EXPLOITATION

	Montant
Services extérieurs	67 971 177,29
Gestion administrative (Caisse des Dépôts)	19 493 644,61
Rémunération des sociétés d'investissement	43 916 964,28
Autres services extérieurs	4 560 568,40
– dont frais de négociation sur instruments financiers à terme	3 008 809,74
Impôts et taxes	68 708,47
Personnel	727 430,18
Amortissements	170 470,30
Total	68 937 786,24

INTÉRÊTS PERÇUS D'AVANCE

Les intérêts perçus d'avance s'élèvent à 18 476 321,12 euros. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN).

ENGAGEMENTS HORS BILAN

Contrats de change à terme

Codes devises	Devise à livrer	%	Devise à recevoir	%
AUD	15 804 696,64	2,54	298 693 445,86	3,19
CAD	13 170 980,93	2,11	217 621 980,96	2,32
CHF	20 422 247,15	3,28	279 620 078,16	2,99
DKK	4 863 573,09	0,78	24 173 920,44	0,26
GBP	71 542 852,35	11,48	1 133 681 527,18	12,10
HKD	35 145 924,50	5,64	204 971 418,81	2,19
JPY	75 084 061,95	12,05	1 146 462 500,16	12,24
NOK	2 911 453,62	0,47	52 808 860,72	0,56
NZD	–	–	1 916 339,47	0,02
SEK	6 819 718,97	1,10	99 866 369,94	1,07
SGD	7 531 154,61	1,21	67 244 497,17	0,72
USD	369 635 035,47	59,34	5 839 155 674,08	62,34
Total	622 931 699,28	100,00	9 366 216 612,95	100,00

AUTRES ENGAGEMENTS

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

Futures sur indices

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
AP0308	SYD FUTURE SPI2 0308	AUD	739	6 348,00	70 431 672,82
EMD0308	CHI FUTURE SPI4 0308	USD	2 985	864,80	176 562 224,27
FCE0308	MAR CAC 40 0308	EUR	5 395	5 665,50	305 653 725,00
FDAX0308	EUR FUTURE DAX 0308	EUR	839	8 144,50	170 830 887,50
FESX0308	EUR DJ EURO STO 0308	EUR	16 091	4 435,00	713 635 850,00
FSMI0308	EUR FUTURE SMI 0308	CHF	3 133	8 470,00	160 317 233,05
GI0108	CHI FUTUR GOLDM 0108	USD	2 062	609,10	214 760 815,29
HSI0108	MAR HANG SENG I 0108	HKD	621	27 910,00	76 016 692,66
SP0308	CHI SP500 0308	USD	2 984	1 477,20	753 730 173,36
TP0308	TOK TOPIX 0308	JPY	3 968	1 470,00	357 120 946,13
YM0308	CBO FUTURE DJ M 0308	USD	2 616	13 328,00	119 236 852,36
Z0308	LIF FTSE100 0308	GBP	4 668	6 455,00	410 265 368,64
Total					3 528 562 441,08

Futures sur taux

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0308	EUR EURO BUND F 0308	EUR	5 956	113,11	673 683 160,00
FGBM0308	EUR EURO BOBL F 0308	EUR	4 542	107,94	490 263 480,00
FGBS0308	EUR EURO SCHATZ 0308	EUR	5 943	103,36	614 238 765,00
FGBX0308	EUR FUTURE EURO 0308	EUR	2 905	90,46	262 786 300,00
I0908	LIF 3MO EURO EU 0908	EUR	60	95,65	14 347 500,00
SXF600308	MON FUTURE TSE6 0308	CAD	983	813,50	110 834 442,13
Total					2 166 153 647,13

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0308	EUR EURO BUND F 0308	EUR	7	113,11	791 770,00
FV0308	CBO US NOTE 5 0308	USD	3 467	110,09	261 062 450,86
JGB0308	TOK JPN 10Y BON 0308	JPY	39	136,81	32 666 964,10
R0308	LIF GILT FUTURE 0308	GBP	376	110,23	56 431 996,73
TY0308	CBO T NOTE US 1 0308	USD	240	113,13	18 569 918,71
Total					369 523 100,40

FONDS D'INVESTISSEMENT

Le FRR a totalement finalisé début août 2007 sa procédure d'appel d'offres public pour son premier programme en capital investissement.

Les gérants sélectionnés ont tous commencé leur activité d'investissement dès l'attribution des marchés.

L'engagement du FRR dans ces fonds sera appelé progressivement sur une période de cinq à six ans, les véhicules passant ensuite en phase de désinvestissement puis de liquidation à horizon de douze ans.

S'agissant du mandat « Axa IM PE Europe », initialisé en 2006, une première distribution d'avoirs a été effectuée courant 2007.

						Panthéon Ventures	Access Capital Partners	Total	
Engagements initiaux					EUR	550 000 000	300 000 000	850 000 000	
Solde de l'exercice précédent					EUR	-	-	-	
Versements de la période					EUR	16 555 000	9 000 000	25 555 000	
Distribution d'avoirs					EUR	-	-		
Solde à la date d'arrêté					EUR	16 555 000	9 000 000	25 555 000	
Valorisation à la date d'arrêté					EUR	14 620 880	8 138 544	22 759 424	
		Lehman Brothers Int. Europe	Axa IM Private Equity Europe	Total		Lehman Brothers Int. Europe	Axa IM Private Equity Europe	Total	
Engagements initiaux	USD	679 993 200	198 000 000	878 000 000	EUR ⁽⁶⁾	465 100 348	135 426 278	600 526 626	
Solde de l'exercice précédent	USD	-	237 600	237 600	EUR ⁽⁷⁾	-	182 586	182 586	
Versements de la période	USD	20 459 160	21 659 633	42 118 793	EUR ⁽⁷⁾	14 696 147	15 675 906	30 372 053	
Distribution d'avoirs	USD	-	- 1 058 522	- 1 058 522	EUR ⁽⁷⁾	-	- 765 132	- 765 132	
Solde à la date d'arrêté	USD	20 459 160	20 838 711	41 297 871	EUR ⁽⁷⁾	14 696 147	15 093 360	29 789 507	
Valorisation à la date d'arrêté	USD	19 402 798	21 281 512	40 684 310	EUR ⁽⁶⁾	13 270 954	14 564 155	27 835 109	
Total engagements initiaux (EUR)								1 450 519 826	
Total versements nets à la date d'arrêté (EUR)								55 344 507	
Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)								50 594 533	

(6) Sur la base d'une parité dollar-euro de 0,6839711 à la date d'arrêté.

(7) Selon une parité dollar-euro en date d'opération.

COMPLÉMENTS D'INFORMATION

Opérations sur les marchés à terme

Titres et espèces en deposit au 31/12/2007

Titres

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
AU0000XCLUI7	AUSTRALIA 8.75 % 15/08/08	15 000	9 335 520,35	9 424 556,35
FR0010466938	OAT 4.25 % 25/10/23	20 000 000	19 720 000,00	19 401 588,12
FR0109970477	BTF 17/01/08	155 000 000	155 000 000,00	154 702 477,59
FR0110979145	BTF 10/04/08	60 000 000	60 000 000,00	59 347 701,17
GB0031734154	GILT 5 % S 07/03/08	19 000 000	27 887 690,16	26 288 156,16
JP10226317C7	JAPAN 0.8 % 15/12/09 N.263	60 000	18 433 039,54	18 406 855,37
US912795D326	USA TREASURY BILL 13/03/08	50 000 000	34 094 783,50	33 985 814,44
US912828EY28	TREASURY NOTE 4.625 % 29/02/08	50 000	38 175 717,59	34 820 871,89
US912828FZ83	TREASURY NOTE 4.625 % 30/11/08	35 000	25 721 262,24	24 332 883,44
Sous-total titres			388 368 013,38	380 710 904,53

Espèces

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.CAD	DEPOSIT CAD	8 404 650	5 902 700,25	5 824 428,27
DG.CHF	DEPOSIT CHF	20 677 800	12 510 951,65	12 492 251,92
DG.EUR	DEPOSIT EUR	72 600	72 600,00	72 600,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 761 700	1 761 700,00	1 761 700,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 189 015	1 189 015,00	1 189 015,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	590 700	590 700,00	590 700,00
DG.HKD	DEPOSIT HKD	105 632 100	9 683 851,09	9 265 811,12
DG.USD	DEPOSIT USD	918 000	635 242,81	627 885,50
Sous-total espèces			32 346 760,80	31 824 391,81

Total

420 714 774,18 **412 535 296,34**

FRAIS DE GESTION – COMMISSION DE SURPERFORMANCE 30 % VARIABLE

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

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

À la date d'arrêt, le montant relatif aux 30 % applicables à la commission variable s'élève à 3 816 823,91 euros.

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES

	2005	2006	2007
Résultats de l'exercice	725 833 407,64	2 133 257 018,38	2 724 542 270,38

Les résultats des exercices précédant l'arrêté sont affectés en réserve.

TABLEAUX DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATÉGORIE

Catégorie	CDI	CDD	Intérim	Autres
Direction	2	-	-	-
Cadres	3	-	-	-
Employés	3	-	-	-
Autres	1	-	-	-
Total	9	-	-	-

IMMOBILISATIONS

Immobilisations et amortissements

Rubriques et postes	Immobilisations			Amortissements				Valeur nette comptable
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Valeurs brutes à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotations	Cumulés à la fin de l'exercice		
Immobilisations incorporelles	834 523,29	137 296,45	971 819,74	- 338 474,85	- 168 322,39	- 506 797,24	465 022,50	
Total	834 523,29	137 296,45	971 819,74	- 338 474,85	- 168 322,39	- 506 797,24	465 022,50	
Immobilisations corporelles	7 270,81	-	7 270,81	- 2 317,52	- 2 147,91	- 4 465,43	2 805,38	
Total	7 270,81	-	7 270,81	- 2 317,52	- 2 147,91	- 4 465,43	2 805,38	
Total général	841 794,10	137 296,45	979 090,55	- 340 792,37	- 170 470,30	- 511 262,67	467 827,88	

Rapport général des commissaires aux comptes

Exercice clos le 31 décembre 2007

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2007 sur :

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

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

OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

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

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine du Fonds à la fin de cet exercice.

JUSTIFICATION DES APPRÉCIATIONS

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

Dans le cadre de notre appréciation des principes comptables suivis par le Fonds et décrits dans la note « Règles et méthodes comptables utilisées » de l'annexe, nous avons notamment vérifié la correcte application des méthodes d'évaluation retenues pour les instruments financiers en portefeuille.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion, exprimée dans la première partie de ce rapport.

VÉRIFICATIONS ET INFORMATIONS SPÉCIFIQUES

Nous avons également procédé, conformément aux normes professionnelles applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans les documents adressés au Conseil de surveillance sur la situation financière et les comptes annuels.

Fait à Paris et Paris La Défense, le 25 mars 2008

Constantin Associés

Françoise Constant
Associé

KPMG Audit
Département de KPMG S.A.

Isabelle Bousquié
Associé

Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR⁽¹⁾

au 31 décembre 2007

Grandes capitalisations zone Euro, gestion passive

Taille indicative du lot : 3 milliards d'euros pour une durée de 3 ans⁽²⁾.

- Barclays Global Investors Limited
- UBS Global Asset Management France
- Vanguard Investments Europe SA

Petites et moyennes capitalisations zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 200 millions d'euros pour une durée de 5 ans⁽²⁾.

- AXA Investment Managers Paris (AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Crédit Agricole Asset Management
- HSBC Investments (France)⁽³⁾
- Société Générale Asset Management

Actions – Grandes capitalisations zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 620 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

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

Actions européennes hors zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 240 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- AXA Investment Managers Paris (AXA Rosenberg Investment Management Ltd)
- Schroders Investment Management Ltd
- Invesco Asset Management⁽³⁾

Actions paneuropéennes grandes et moyennes capitalisations, gestion active socialement responsable

Taille indicative du lot : 600 millions d'euros pour une durée de 5 ans⁽²⁾.

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

Moyennes et grandes capitalisations zone Amérique du Nord, gestion passive

Taille indicative du lot : 2,8 milliards d'euros pour une durée de 3 ans⁽²⁾.

- BlackRock Asset Management Ltd
- Vanguard Investments Europe SA
- Barclays Global Investors Ltd⁽³⁾

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

Taille indicative d'un mandat : 460 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- Robeco Institutional Asset Management⁽³⁾ (activé) (Boston Partners Asset Management LLC)

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

Taille indicative d'un mandat : 460 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- AGF Asset Management (RCM Capital Management LLC)
- Goldman Sachs Asset Management⁽³⁾

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

Taille indicative d'un mandat : 240 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- Capital International Ltd
- Morgan Stanley Investment Management
- Nomura Asset Management UK Ltd⁽³⁾ (activé)

Obligations (souverains et crédit) zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 960 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- AGF Asset Management
- AXA Investment Managers Paris
- BNP Paribas Asset Management SA
- IXIS Asset Management SA
- Crédit Agricole Asset Management⁽³⁾
- HSBC Investments (France)
- Robeco Institutional Asset Management

Obligations internationales indexées sur l'inflation

Taille indicative d'un mandat : 480 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- AXA Investment Managers Paris⁽³⁾
- F & C Management Ltd

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

Taille indicative d'un mandat : 480 millions d'euros pour une durée de 4 ans⁽²⁾.

- Capital International Ltd⁽³⁾
- IXIS Asset Management SA (Loomis, Sayles & Company, LP)
- Aberdeen Fund Management

Gestion Overlay tactique et couverture du risque de change

- State Street Global Advisors

(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.

(2) À compter de la date d'activation du mandat.

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

Création et réalisation : ✨ EURO RSCG C&O
Imprimé en France dans le respect de l'environnement sur du papier entièrement
biodégradable et recyclable (pure cellulose écologique ECF).
Photos : Rapho/Pascal Dolémieux, Caisse des Dépôts/Jean-Marc Pettina.



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