

2010

INVESTIR AUJOURD'HUI POUR LES RETRAITES DE DEMAIN
Rapport annuel 2010



FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES
RAPPORT ANNUEL 2010

Sommaire

02	MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE
04	PROFIL ET CHIFFRES CLÉS
05	2010, UNE ANNÉE CONTRASTÉE
17	DÉCEMBRE 2010, ADOPTION D'UNE NOUVELLE ALLOCATION STRATÉGIQUE SUITE À LA RÉFORME DES RETRAITES
21	LE FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE
24	GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES
27	ORGANISATION ET COÛTS
29	ORGANIGRAMME
30	LES INSTANCES DIRIGEANTES DU FRR
32	LES COMPTES 2010
52	RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES
54	SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR

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

L'

année 2010 a été marquée par une réforme importante de notre système de retraite. Dans ce cadre et afin de couvrir les besoins de financement prévisionnels de la branche retraite de la sécurité sociale à l'horizon 2018, les pouvoirs publics ont décidé de mobiliser les recettes et les actifs du FRR. Les recettes traditionnellement perçues par le FRR seront, à compter de 2011, dirigées vers la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), pour leur majeure partie, et vers le Fonds de solidarité vieillesse (FSV) pour une part plus limitée.

La réforme a permis de préciser le passif du FRR. Elle a également raccourci son horizon et changé son modèle économique.

La gestion du portefeuille du FRR est en effet désormais conditionnée par un horizon plus court : les flux de passif devront être honorés, même dans un contexte de marché défavorable.

La réforme a permis de préciser le passif du FRR. Elle a également raccourci son horizon et changé son modèle économique.

« Le FRR demeure fidèle à l'objectif fondateur d'équité intergénérationnelle même si cela se fera avec un horizon plus court. »

Les actifs du FRR (37 milliards d'euros au 31 décembre 2010) continueront à être gérés jusqu'en 2024 afin de verser chaque année 2,1 milliards d'euros à la CADES de 2011 à 2024 en recherchant le plus haut niveau de performance financière possible. Ces versements permettront d'amortir la dette du régime de retraite de la sécurité sociale qui subsistera au cours des exercices 2011 à 2018. En 2020, le FRR devra également restituer à la Caisse nationale d'assu-

Toutefois, le FRR dispose d'un montant d'actifs suffisant pour rechercher un rendement significatif à l'horizon 2024, selon la volonté exprimée par le législateur.

Dès l'annonce de la réforme, le Directoire et le Conseil de surveillance ont décidé, à l'été 2010, de diminuer le niveau d'exposition du portefeuille aux actifs les plus risqués (le niveau des actifs dits « de performance » est passé de 52% à 40% du portefeuille).



Raoul Briet
Président du Conseil de surveillance



Augustin de Romanet
Président du Directoire

Dans un second temps, après le vote de la loi, le Directoire a proposé au Conseil de surveillance de définir une nouvelle allocation stratégique.

Cette dernière, arrêtée le 13 décembre 2010, comporte une poche « de couverture » (obligations gouvernementales de pays développés et obligations d'entreprises très bien notées) représentant 60% des actifs et une poche « de performance » significative et diversifiée (actions, obligations gouvernementales de pays émergents, obligations d'entreprises à haut rendement, matières premières non agricoles et immobilier coté) pour les 40% restant.

Les risques financiers attachés à ces différentes catégories d'actifs sont suivis et gérés globalement pour permettre de répondre à l'impératif de sécurité posé par la loi. Un scénario de stress exigeant a été élaboré pour définir le poids de départ des différentes classes d'actifs : ainsi le passif pourrait être honoré même après une perte de 66% enregistrée au

sein de la poche de performance. Le Comité stratégie investissement (CSI) examinera la situation du portefeuille deux fois par an et sera consulté, en fonction de l'atteinte de seuils d'évolution, positive ou négative, du ratio de financement pour formuler un avis sur les propositions du Directoire destinées à cristalliser une partie de la performance ou à protéger le capital.

En réduisant la charge des générations futures en matière de retraites, le FRR demeure fidèle à l'objectif fondateur d'équité intergénérationnelle même si cela se fera avec un horizon plus court.

Il entend rester également un investisseur innovant et responsable et un acteur majeur de la gestion institutionnelle. Chacun peut compter sur la mobilisation de ses instances de gouvernance et de ses collaborateurs pour apporter la meilleure contribution possible au financement pérenne de notre régime de retraite par répartition.

Profil et chiffres clés

Mis en place au début des années 2000, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) est un établissement public au service de la pérennité du système français de retraite. En 2010, les pouvoirs publics ont décidé de mobiliser les actifs du FRR afin de contribuer au financement des déficits du régime général de retraites. Aux termes de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011, le FRR verse donc à compter de 2011, et jusqu'en 2024, 2,1 milliards d'euros par an à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES). Les recettes qu'il perçoit annuellement sont également transférées à la CADES et au Fonds de solidarité vieillesse (FSV). En définissant ainsi son passif, la loi fixe au FRR une chronique de décaissement précise entre 2011 et 2024. Les décaissements complètent le seul flux de versement antérieurement prévu par la loi (versement de la soulte CNIEG à la CNAV en 2020).

34,9 Mds €

Montant au 31/12/2010
des capitaux permanents du FRR

+3%

Performance annualisée
de l'actif depuis l'origine

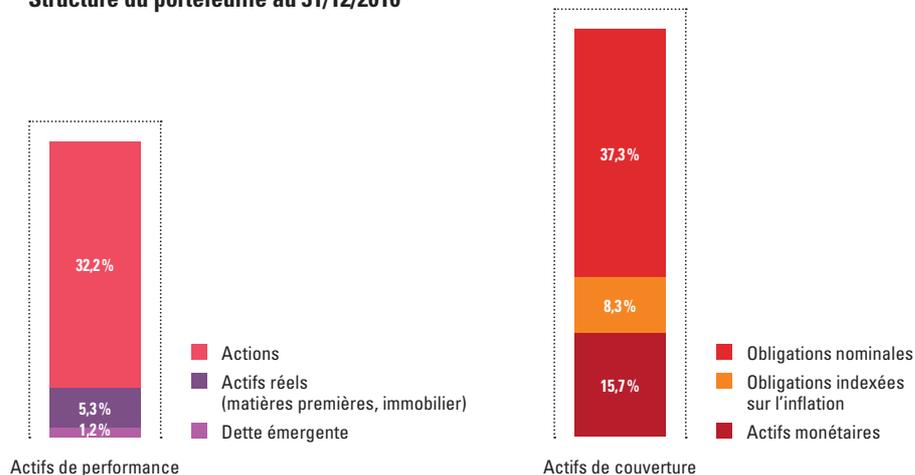
37 Mds €

Montant au 31/12/2010
des actifs du FRR

+4,2%

Performance 2010

Structure du portefeuille au 31/12/2010



2010, une année contrastée

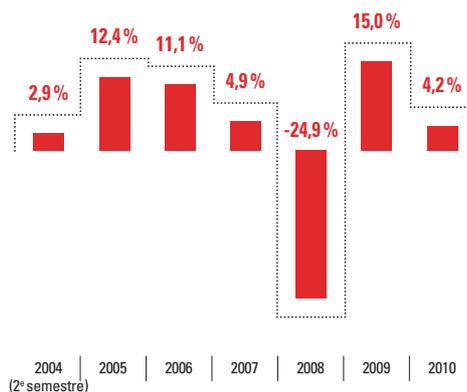
L

e contexte économique et financier de l'année a été contrasté. Après une reprise vigoureuse de la croissance en 2009 (plans de relance budgétaires et monétaires expansionnistes), l'économie mondiale a poursuivi sa progression à un rythme soutenu au premier semestre 2010. De nombreux pays émergents ont renoué avec leurs niveaux de production d'avant crise tandis que les économies des pays développés ont connu des évolutions plus contrastées. En zone Euro, les déséquilibres des finances publiques se sont traduits par une forte hausse des taux d'intérêt des dettes des États les plus fragiles en termes de finances publiques. Cela a contraint certains pays à mettre en place des politiques plus rigoureuses limitant, de fait, la dynamique de croissance. Aux États-Unis, la persistance de la crise du secteur immobilier et le faible dynamisme de l'emploi ont conduit à un repli des indicateurs avancés au printemps 2010. La réaction des autorités politiques et monétaires, ainsi que le redressement significatif des anticipations des entreprises et des marchés financiers ont cependant permis de confirmer la reprise économique globale en fin d'année.

UN MONDE ÉMERGENT EN FORTE CROISSANCE

Dans un cycle d'expansion, les économies émergentes ont vocation à enregistrer des taux de croissance supérieurs à ceux des économies avancées. Cet écart de dynamique a été particulièrement prononcé en 2010 pour différentes raisons : tout d'abord, la crise de 2008 a trouvé son origine au sein des économies des pays développés (levier d'endet-

Performance annuelle du FRR



tement et bulle immobilière) et se traduit par des difficultés persistantes ; ensuite, les économies émergentes ont été sensibles au rebond du commerce mondial, porté par les différents plans de relance ; enfin, la Chine a encore joué un rôle moteur très important : en avance dans le rebond de 2009, elle a confirmé son statut de nouvel acteur de premier plan en 2010 en devenant la deuxième économie mondiale par la taille de son PIB.

Dans ce contexte, le dynamisme de la croissance des pays émergents a entraîné une hausse du prix des matières premières énergétiques. Parallèlement, la hausse des prix des produits alimentaires a ravivé les tensions inflationnistes locales qui sont à l'origine de cycles de resserrements monétaires, à l'instar de celui de la banque centrale de Chine dès le mois de janvier ou de celui du Brésil en avril.

Les politiques de resserrements monétaires ainsi mises en œuvre ont en partie contribué à la remontée de la perception du risque sur les marchés globaux, notamment en ce qui concerne la Chine. En fin d'année, les hausses de taux directeurs et la faiblesse relative de la demande des économies avancées ont provoqué un ralentissement de la croissance économique dans les pays émergents.

UNE CONFIRMATION PROGRESSIVE DE LA REPRISE AU SEIN DES PAYS DÉVELOPPÉS

Les économies développées ont certes bénéficié de la reprise globale en 2010 mais de façon moins vigoureuse et surtout plus différenciée que les économies émergentes.

Au sein de la zone Euro, l'intensification de la crise des dettes souveraines a été le facteur essentiel de la différenciation des performances économiques et financières : les rythmes de croissance au sein de la zone ont en grande partie été le reflet de l'impact de la crise sur les situations financières des ménages, des banques et des États des pays membres. Dans certains cas, la demande a été affectée par une détérioration du bilan des ménages, notamment dans les pays où leur endettement était élevé et où la crise immobilière a été la plus prononcée. Dans d'autres, c'est la consolidation budgétaire qui a réduit la demande des entreprises et des ménages. Enfin, certains pays ont vu leur système financier très affecté ce qui a eu pour conséquence d'amoinrir la capacité de financement de l'économie. Ces effets ont été aggravés par l'augmentation de l'aversion au risque sur les marchés et les effets richesses négatifs associés.

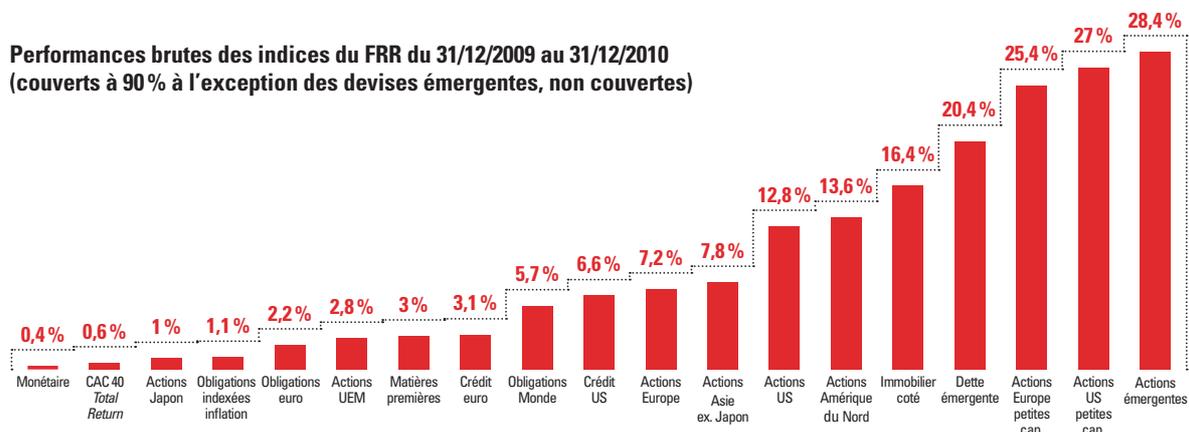
La mise en place du Fonds européen de stabilité financière au début du mois de mai et l'approfondissement du dialogue et de la coopération entre les États ont permis de réduire significativement les incertitudes pesant sur la zone Euro et par conséquent sur la conjoncture globale. La publication des *stress tests* bancaires en juillet a réduit la défiance des marchés sur la solidité du système financier. Aux États-Unis, c'est au printemps que le rebond décevant du marché immobilier et les incertitudes entourant l'avenir de l'euro ont conduit à un repli des indicateurs avancés. À cela se sont ajoutés les effets moins porteurs du cycle de restockage, qui constitue en général l'essentiel de la croissance dans les phases initiales de reprise. Par ailleurs, l'impact des politiques économiques mises en œuvre un an plus tôt s'est également atténué.

Après cette remontée des incertitudes sur les risques souverain et conjoncturel, le risque de déflation est naturellement réapparu au cours de l'été. Sur la base de rythmes d'inflation historiquement bas, la Réserve fédérale américaine¹ a décidé la mise en œuvre d'une deuxième vague d'achats de bons du Trésor américain afin de relancer l'économie dans un contexte de taux directeurs au plancher (0,25%). En fin d'année, le redressement significatif des anticipations des marchés financiers et des perspectives des entreprises ont permis une confirmation plus nette de la reprise globale.

1/ La banque centrale des États-Unis.



**Performances brutes des indices du FRR du 31/12/2009 au 31/12/2010
(couverts à 90 % à l'exception des devises émergentes, non couvertes)**



PERFORMANCE GLOBALE

Au 31 décembre 2010, les actifs du Fonds s'élèvent à 37 milliards d'euros.

Sur l'année, la performance du FRR nette de tous frais administratifs et financiers s'établit à 4,2%, la performance nette annualisée depuis l'origine² à 3,0% et la performance réelle annualisée à 1,4%³.

Les performances des grandes classes d'actifs du portefeuille du FRR sont positives en 2010.

Les classes d'actifs « risquées » ont notamment fortement contribué à la performance du Fonds.

Les performances des indices actions sont globalement soutenues en 2010, à l'exception de la zone Euro et du Japon.

Les marchés d'actions ont globalement progressé sur l'année. Ainsi, l'indice MSCI Monde *Total Return*⁴ en devises locales enregistre une performance de 10% sur la période. L'indice des actions américaines du FRR progresse de 12,8% et les actions émergentes de 28,4%.

Du fait de la crise qui a affecté les emprunts d'État et de différences de sensibilité des pays à la croissance mondiale, la zone Euro a bénéficié d'un environnement moins favorable : la performance des indices actions nationaux a reflété cette disparité entraînant une performance de l'ordre de 3% de l'indice des actions de la zone Euro dans son ensemble en 2010. L'indice CAC 40 des grandes capitalisations françaises

illustre cette tendance et enregistre sur la période une progression de -3% (0,6% en *Total Return*).

Sur l'année 2010, le portefeuille actions contribue à plus des deux tiers à la performance globale du Fonds, la plus grande part de cette performance provenant des actions internationales.

Les performances des indices obligataires sont également positives en 2010, à l'exception des pays « périphériques » de la zone Euro.

À l'exception des pays dits « périphériques »⁵ de la zone Euro, les performances des indices obligataires sont elles aussi positives en 2010. Les obligations « Monde » progressent sur l'année de 5,7%. Les obligations de cet indice ont en effet été protégées par l'absence de hausse des taux courts des banques centrales et par la qualité de leur signature, bénéficiant en moyenne d'une bonne notation des agences. À l'inverse, les obligations des pays moins bien notés de la zone Euro ont subi une discrimination extrême en 2010 avec des écarts sur les rendements d'État à dix ans en forte progression vis-à-vis de l'Allemagne.

2/ Les premiers investissements du FRR ont été réalisés en juin 2004. 3/ Sur la même période en termes annualisés l'inflation ressort à 1,6%. 4/ Rendement total (dividendes réinvestis et plus-values). 5/ Il s'agit des pays qui, de taille inférieure à l'Allemagne ou à la France, ont une situation très dégradée de leurs finances publiques et/ou une dette dont la notation est moins favorable que celle de l'Allemagne ou de la France.

La contribution des actifs obligataires représente près de 25 % de la performance globale du FRR, avec une forte représentation des mandats investis en produits de taux de la zone Euro.

LA DIVERSIFICATION DE SON ALLOCATION A CONTRIBUÉ À LA PERFORMANCE POSITIVE DU FRR EN 2010

Les apports de la diversification en actions internationales hors euro.

En 2010, l'apport le plus significatif à la diversification du portefeuille du FRR provient des actions internationales, en raison de la sous-performance des actions de la zone Euro. En effet, la diversification en actions américaines à hauteur de 10 % de l'actif du FRR en début d'année (7 % en fin d'année) a été très bénéfique puisque les indices américains ont progressé de l'ordre de 15 % sur l'année.

Les actions des zones émergentes ont également été très bénéfiques en termes de performance absolue (+28 % sur l'année), mais plus faibles en termes de contribution à la performance globale du FRR en 2010 (1 % de l'actif du FRR en début d'année et 2,5 % en fin d'année étaient investis en actions des zones émergentes) dans un contexte de montée en charge progressive sur cette classe d'actifs.

Les actions de la zone Asie ont eu un comportement plus hétérogène que celles des États-Unis en termes de performance absolue (+8 % sur l'Asie hors Japon; une performance de 1 % sur le Japon). La contribution à la performance globale du FRR a été positive compte tenu d'un poids de l'ordre de 3 % de l'actif du FRR.

Au total, l'apport de la diversification en actions internationales hors zone Euro est très significatif (2,36 % de contribution contre 0,45 % pour les actions de la zone Euro). Il

Principales contributions à la performance

Actions	2,86 %
Immobilier	0,32 %
Matières premières	0,09 %
Obligations	1,14 %
Performance brute avant frais financiers et administratifs	4,41 %

est surtout concentré sur la deuxième partie de l'année. En effet, l'ensemble des bourses mondiales a subi les chocs de la crise des pays « périphériques » de la zone Euro et du risque de déflation, affichant des performances négatives à la moitié de l'année (de -4,3 % pour les pays émergents à plus de -10 % pour la zone Euro et l'Asie hors Japon). C'est au second semestre que la dé-corrélation des grands indices s'est pour l'essentiel matérialisée avec des progressions en devises locales très disparates allant de l'ordre de +20 % pour les États-Unis et les indices émergents à +32 % pour l'Asie hors Japon contre seulement +12 % sur la zone Euro.

Les apports de la diversification en actifs risqués hors actions.

Significativement moins représentés que les actions dans l'actif du FRR, les actifs risqués diversifiants ont apporté une contribution non négligeable à la performance globale du FRR en 2010. Cette contribution s'élève à environ 0,4 % pour une exposition variant de 5 à 8 % de l'actif.

À l'instar des actions internationales hors euro, les actifs

risqués diversifiants (essentiellement immobilier coté et matières premières non agricoles) ont bénéficié de la politique monétaire accommodante de la Réserve fédérale américaine et n'ont que peu subi la crise des pays périphériques. Tandis que les matières premières ont enregistré un profil de performance en deux temps, à l'image des actions, l'immobilier coté a affiché une performance positive régulière tout au long de l'année, augmentant de fait ses qualités de dé-corrélation vis-à-vis des actions en 2010.

En ce qui concerne les matières premières, la politique monétaire des États-Unis et la vigueur de la demande mondiale ont joué un rôle prépondérant dans la performance positive de la classe d'actifs, en particulier sur le pétrole. Le rebond de la demande globale en général et l'intensité de la demande chinoise en particulier ont en effet soutenu les prix. Les métaux précieux ont bénéficié des mêmes facteurs auxquels s'ajoutent la perception du risque actions, d'une part, et les craintes inflationnistes d'autre part. Les remous qui ont affecté les actions de la zone Euro ont accru l'intérêt des investisseurs pour l'or, de même que l'intensification de la perception du risque inflationniste au second semestre, lors de la mise en œuvre de la deuxième vague d'achats de bons du Trésor par la Réserve fédérale américaine.

Les apports de la diversification en obligations hors zone Euro et en crédit.

Au total, l'apport de la diversification sur les titres obligataires est positif en euro (0,30%) mais négatif couvert de change (-0,25%).

En premier lieu, la baisse des taux gouvernementaux notés AAA au cours des trois premiers trimestres (-140 points de base sur le taux à 10 ans américain et -30 points de base sur le taux à 10 ans japonais) a été amoindrie en fin d'année. Cette période a en effet été marquée par une correction

« En juillet 2010, et dans le cadre de la flexibilité prévue par l'allocation stratégique décidée en 2009, l'exposition aux actions a ainsi été abaissée, réorientant l'allocation stratégique vers un profil de risque plus adapté aux conséquences attendues de la réforme des retraites sur le passif du FRR. »

significative sur les indices obligataires gouvernementaux dans un contexte de confirmation de la reprise économique globale et de remontée des anticipations d'inflation. L'augmentation du poids des indices obligataires dans l'allocation du FRR au cours du second semestre a donc effacé une partie des gains initiaux.

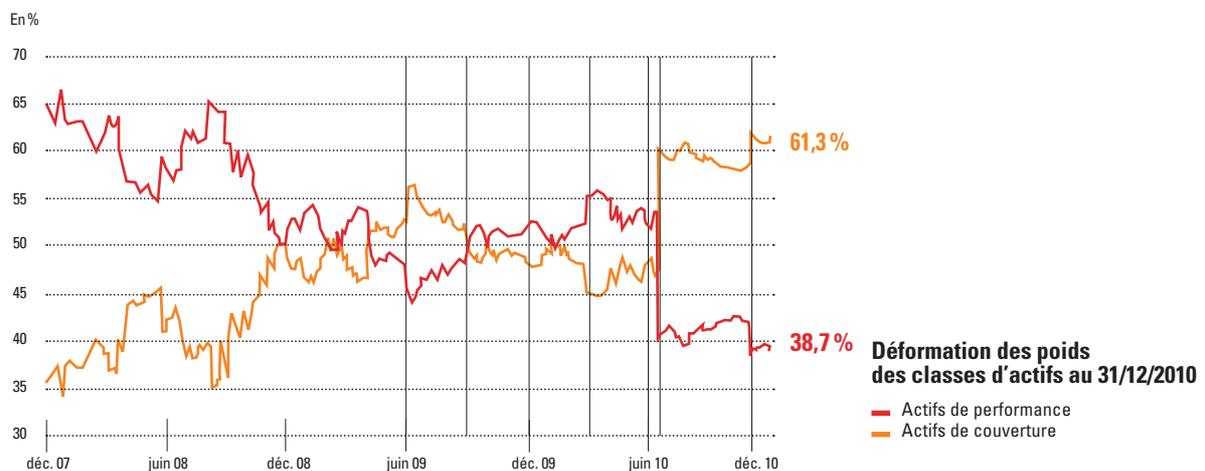
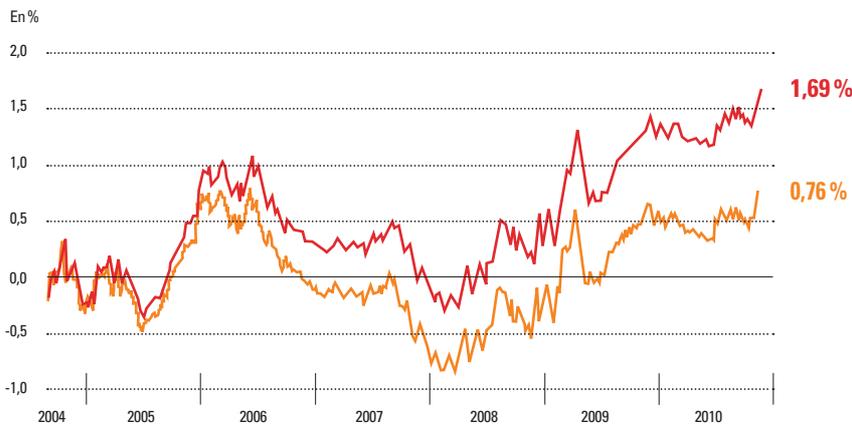
En second lieu, alors que l'on s'attendait à un impact positif de la hausse de l'inflation sur le rendement de ces actifs, l'augmentation des écarts de taux réels souverains avec certains pays de la zone Euro a entraîné une baisse de valeur d'une partie du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation (à titre d'exemple, l'augmentation des taux réels italiens par rapport aux taux allemands a conduit à une diminution de la valeur du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation).

La partie obligations indexées à l'inflation des expositions obligataires du FRR n'a donc pas autant bénéficié qu'escompté du contexte de reprise des anticipations d'inflation au second semestre: en raison du risque souverain, certaines courbes de taux réels de la zone Euro ont en effet sous-performé par rapport aux taux réels allemands. Au total, les investissements du FRR sur ce segment contribuent à hauteur de 0,25% à la performance totale, reflétant une performance de ces actifs de l'ordre de 1% sur l'année.

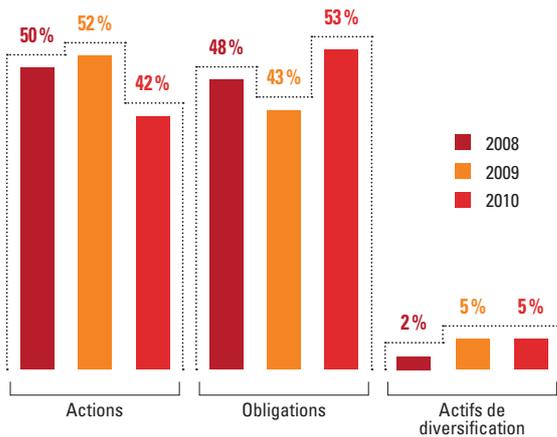
ÉVOLUTION DE L'EXPOSITION EN 2010

En juin 2009, le Conseil de surveillance a créé un Comité stratégie d'investissement (CSI) chargé de l'assister dans la définition, le suivi de la mise en œuvre et l'adaptation de l'allocation stratégique. Le comité examine le *reporting* trimestriel présenté par le Directoire sur les résultats de la gestion du portefeuille de référence, les perspectives économiques et financières infra-annuelles ainsi que les risques de court et moyen terme qui peuvent avoir un impact sur la trajectoire de long terme du FRR. Il se prononce sur les propositions du Directoire visant à modifier la part relative des deux portefeuilles de performance (actions, immobilier, matières premières) et de taux.

Ce comité s'est réuni régulièrement depuis sa création. À la suite de l'annonce par le gouvernement français, le 15 juin 2010, de la mobilisation des ressources du FRR dans le cadre de la réforme des retraites, une désensibilisation progressive du portefeuille du Fonds aux actifs risqués a été entreprise. En juillet 2010, et dans le cadre de la flexibilité prévue par l'allocation stratégique décidée en 2009, l'exposition aux actions a ainsi été abaissée, réorientant cette allocation vers un profil de risque plus adapté aux conséquences attendues de la réforme des retraites sur le passif du FRR. À fin 2010, le poids des actifs risqués s'établissait à 39% contre 52% en début d'année.



Évolution par classes d'actifs (hors trésorerie et overlay)



Parallèlement, le FRR a accru son exposition aux actifs obligataires sur les mandats existants. Les mandats Euro crédit et US Crédit⁶, qui avaient fait l'objet d'un appel d'offres en 2009, ont été activés de façon graduelle avec une exposition croissante du FRR à ces deux classes d'actifs en cours d'année 2010.

Prenant acte des décisions des pouvoirs publics relatives au régime des retraites, le Directoire a par ailleurs décidé, au dernier trimestre 2010, de suspendre l'appel d'offres pour la sélection de fonds dédiés d'immobilier non coté initié en 2009.

6/ Mandats investis en titres de dette d'entreprise.

Enfin, confirmant son intérêt pour les titres de capital et de dette des pays émergents, le FRR a poursuivi ses investissements en cours d'année 2010 sur des fonds collectifs de dettes des pays émergents. Les investissements réalisés sur les actions émergentes ont été concentrés sur des supports de réplcation passive (ETF) dans l'attente d'une vague d'investissements sur des fonds collectifs de gestion active, programmée pour le début d'année 2011.

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DU FRR

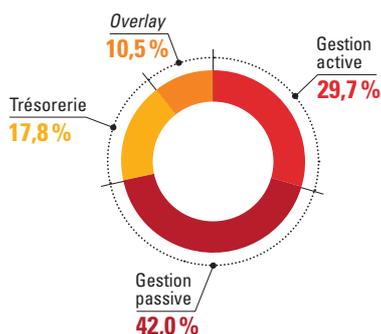
Le portefeuille du FRR juxtapose pour la plupart des grandes catégories d'actifs des mandats indiciels de montant unitaire importants et des mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante.

Cette approche « cœur-satellite » vise à garantir à faible coût une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concentré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer.

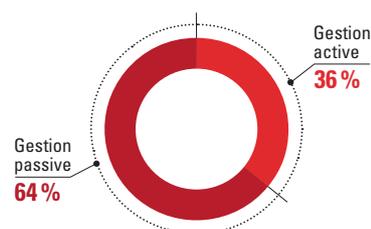
Performances relatives de la gestion active sur 2010

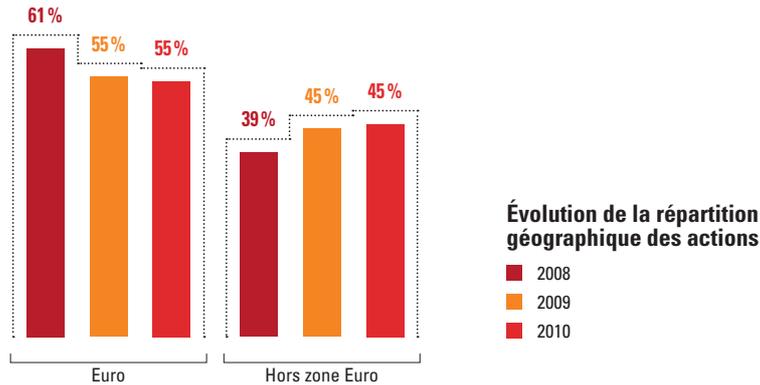
Gestion active	0,56 %
Gestion active dont gestion active actions	1,20 %
Gestion active dont gestion active taux	0,00 %

Répartition gestion active / gestion passive du FRR



Répartition gestion active / gestion passive de la poche actions (hors trésorerie et overlay)





STRUCTURE DÉTAILLÉE DU PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2010

Au 31 décembre 2010, le portefeuille du FRR se répartissait de la façon suivante :

- La poche dite de performance, regroupant actions, capital investissement et actifs dits diversifiants (matières premières, immobilier, infrastructures) ainsi que la dette émergente représentait 14,3 milliards d'euros.
 - La poche de couverture, regroupant les produits de taux et la trésorerie du FRR, représentait 22,7 milliards d'euros.
- Ces deux poches étaient composées des actifs suivants :

Les actifs de performance (actifs physiques hors futures *overlay*)

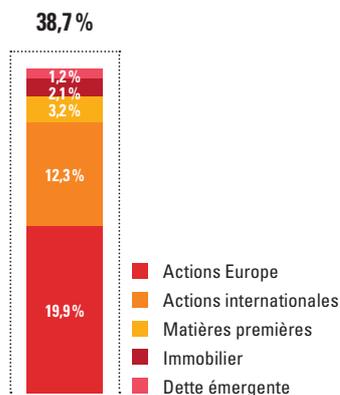
Au 31 décembre 2010, la valeur boursière du portefeuille actions s'élevait à 11,8 milliards d'euros (hors *overlay*).

En termes géographiques, la répartition du portefeuille et son évolution au cours des trois dernières années montre un poids relatif de la zone Euro toujours prépondérant mais en diminution au profit de l'international, qui représente désormais plus de 45 % du total du portefeuille.

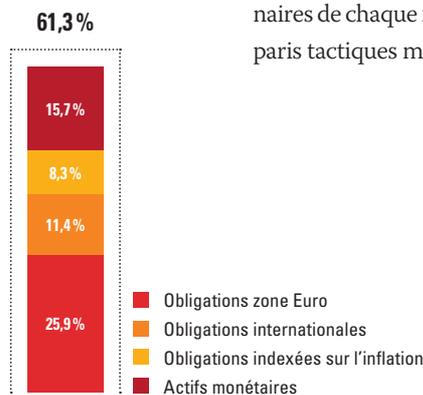
En termes sectoriels, le portefeuille est principalement investi en valeurs financières, industrielles et en titres d'entreprises opérant dans le secteur des biens de consommation.

Cette répartition restait proche de celle des indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat, la différence résidant au sein des paris tactiques mis en œuvre par les gestionnaires.

Actifs de performance au 31/12/2010



Actifs de couverture au 31/12/2010



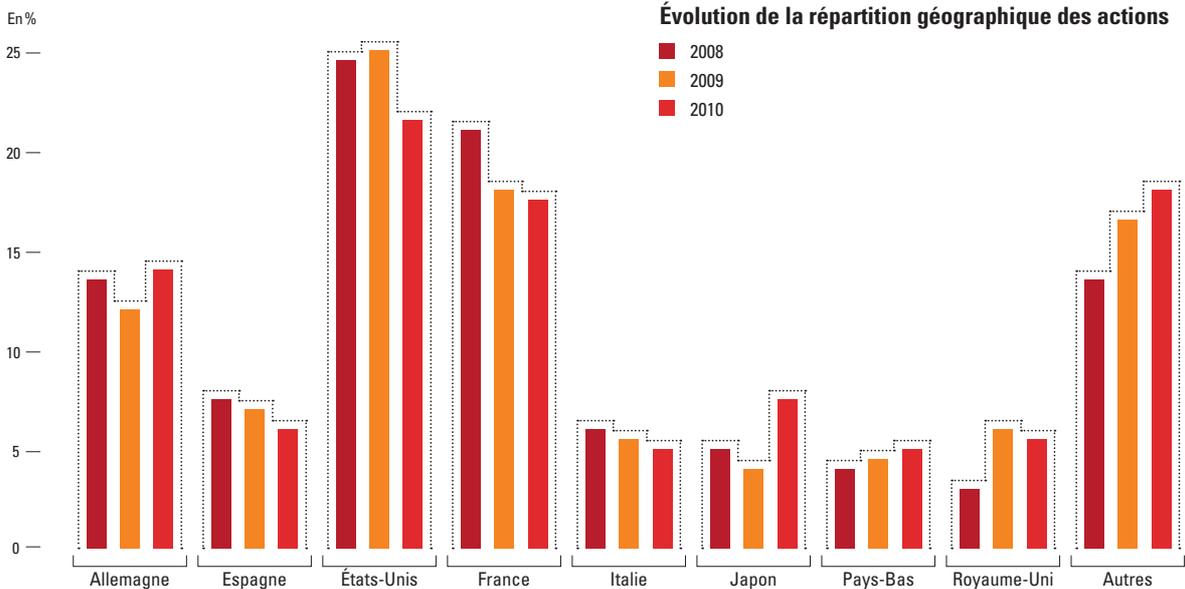
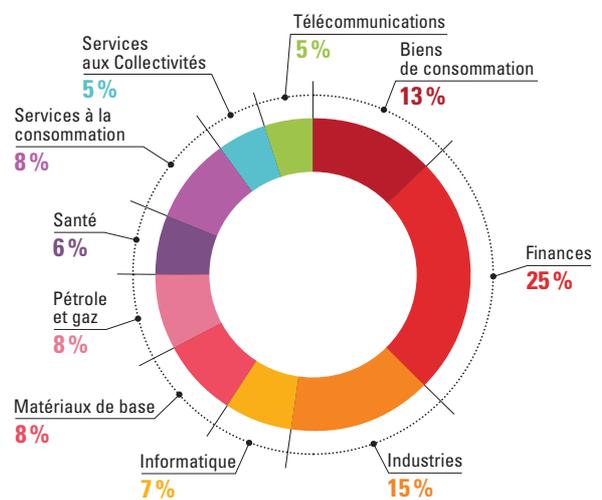
Les actifs obligataires (actifs physiques hors futures *overlay* hors actifs monétaires)

Au 31 décembre 2010, la valeur boursière du portefeuille obligataire s'élève à 15,1 milliards d'euros (17,3 milliards d'euros avec futures obligataires de l'*overlay*).

Ce portefeuille est composé majoritairement d'obligations en euros et sa ventilation par devise est très proche de celle de l'indice de référence des mandats de produits de taux.

La part des obligations indexées sur l'inflation s'élève à 24,1% du portefeuille obligataire, le solde étant quasiment intégralement investi en obligations nominales à taux fixe. La part des obligations à taux variable (incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires mais non représentées dans leur indice de référence) demeure marginale à 0,3%.

Répartition sectorielle des actions au 31/12/2010



Le portefeuille obligataire comprend une proportion importante (près de 16 %) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans en cohérence avec la durée élevée du passif du FRR.

Enfin, plus des deux-tiers du portefeuille obligataire sont constitués de titres d'émetteurs souverains, proportion significativement plus importante que dans les indices de référence des mandats.

Investissements en fonds de dettes émergentes

Le FRR a intégré fin 2008 dans son allocation stratégique une diversification de ses placements obligataires sur les marchés émergents.

Le poids théorique de cette classe d'actifs a été fixé à 1,25 % de l'actif du portefeuille total, répartis à hauteur de 70 % en dette émises en devises locales et 30 % en dettes émises en devises externes (USD, voire EUR).

Le FRR a privilégié une exposition au travers de fonds collectifs spécialisés sur les marchés de dette des pays émergents, gérés de manière active.

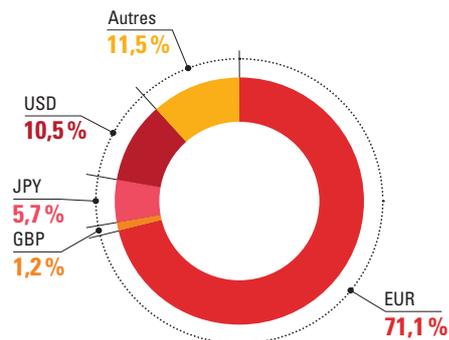
Pour cela, une procédure de sélection de fonds collectifs a été définie et validée par le Comité de sélection des gérants. Cette sélection de fonds s'inscrit dans une démarche progressive de diversification du portefeuille du FRR.

Une première sélection a été engagée en 2009 pour un investissement global de 95 M€ répartis sur 3 fonds collectifs.

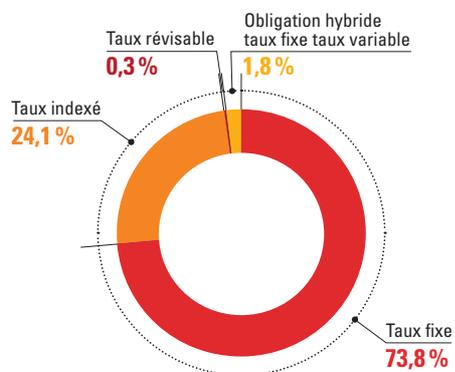
En 2010, une deuxième sélection de 4 nouveaux fonds a été réalisée (pour 310 M€ d'investissements supplémentaires). Cette même année, l'ensemble des placements a réalisé une performance de 18,7 %, soit 26,7 % depuis les premiers investissements.

Le FRR poursuivra en 2011 l'élargissement du vivier de fonds dans une optique de renforcement de son exposition sur cette classe d'actifs.

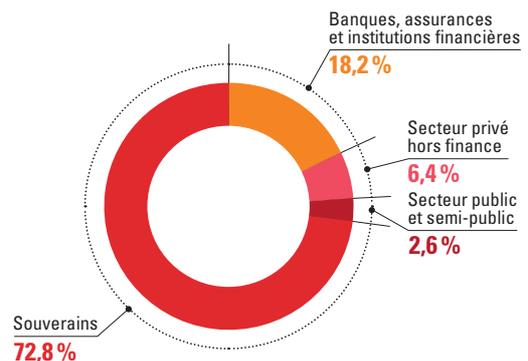
Répartition des mandats taux par devise au 31/12/2010

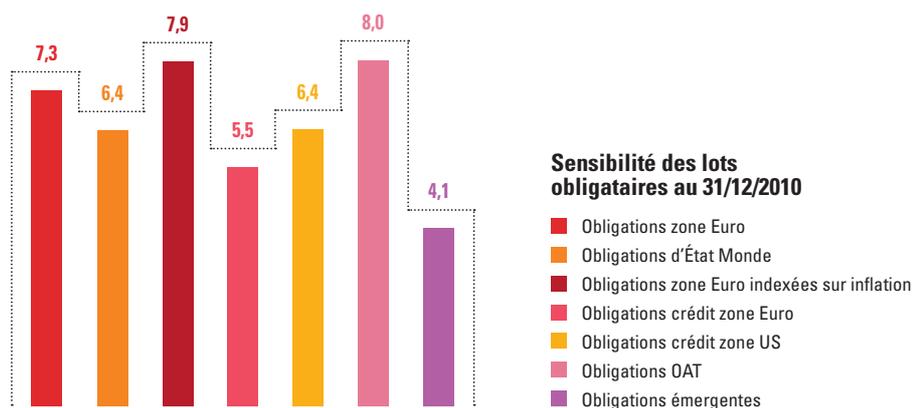


Répartition des obligations entre taux fixe, taux indexé et taux variable au 31/12/2010



Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31/12/2010



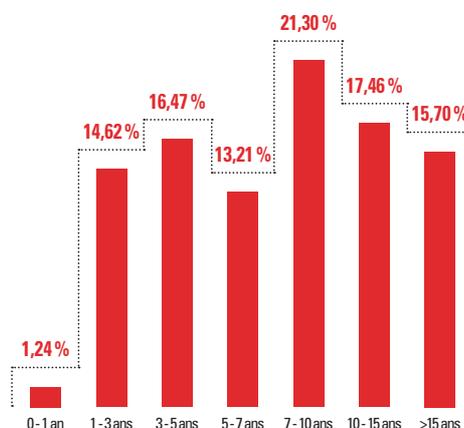


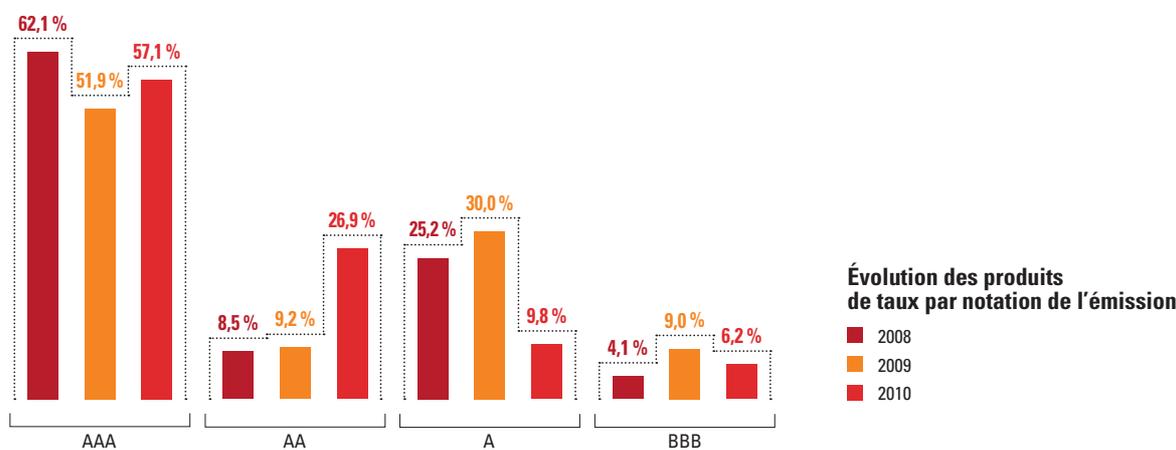
« Le portefeuille du FRR juxtapose pour la plupart des grandes catégories d'actifs des mandats indiciels de montant unitaire importants et des mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante. »

Cette proportion de titres souverains dans le portefeuille a été augmentée sur le dernier trimestre 2010, le FRR ayant activé un segment spécifique d'Obligations assimilables du Trésor (OAT) correspondant à son nouveau passif à travers le Mandat d'exposition globale (MEG). Cette exposition vise à devancer les futurs mandats *buy&hold*⁷ qui seront mis en place à l'issue d'une procédure d'appel d'offres lancée en fin d'année 2010. En effet, conformément aux décisions prises lors de la revue de l'allocation stratégique du FRR en décembre 2010, la structure de la poche obligataire du Fonds devrait être modifiée dès 2011 par l'augmentation sensible des Obligations assimilables du Trésor (OAT) qui représenteront environ 50% de l'actif net du FRR. La pondération des titres d'État se traduit par une très forte proportion d'obligations notées AAA et AA dans le portefeuille.

7/ Achat de titres détenus jusqu'à leur échéance.

Structure des mandats taux par tranche de maturité au 31/12/2010





Investissements en immobilier coté (REITS*)

Le FRR a intégré en 2009 dans son allocation stratégique une diversification des placements en investissant dans les matières premières, les infrastructures et l'immobilier (coté et non coté). L'immobilier est ainsi présent dans la poche de performance du FRR depuis fin 2009 avec un poids cible de 5% de l'actif net du Fonds.

Une première exposition a été réalisée fin 2009 à travers le mandat d'exposition globale en gestion passive grâce à des investissements en titres vifs représentatifs de l'indice FTSE EPRA/NAREIT *Developed*. Cet indice est composé principalement de REITS*, les autres valeurs étant constituées de sociétés immobilières hors statut REITS, de sociétés de promotion ou de services immobiliers.

Au 31 décembre 2010, le segment REITS du FRR représente 765M€ et un poids de 2,1% dans l'actif net du Fonds.

La performance du portefeuille, qui reflète la performance de la classe d'actifs (gestion passive), a été très significative : elle s'établit à 28,5% sur l'année et à 41,2% depuis les premiers investissements réalisés en fin d'année 2009.

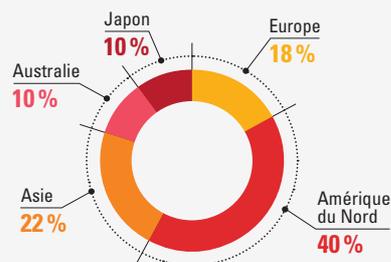
Face à un horizon de gestion modifié par la réforme des retraites, le FRR a choisi fin 2010 de privilégier, dans le domaine immobilier, l'immobilier coté dont la mise en œuvre opérationnelle et l'horizon de placement sont davantage en phase avec les nouvelles contraintes du Fonds.

* *REIT* - Real Estate Investment Trust : terme générique désignant les sociétés foncières bénéficiant d'un régime de transparence fiscale accompagné d'une obligation de distribution de la quasi-totalité des revenus.

Évolution de l'indice EPRA/NAREIT *Developed* (immobilier coté) en 2010



Répartition géographique de l'immobilier coté au 31/12/2010



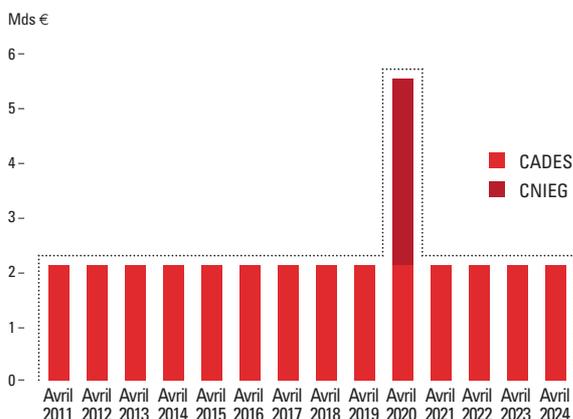
Décembre 2010, adoption d'une nouvelle allocation stratégique suite à la réforme des retraites

L

a réforme des retraites intervenue en 2010 apporte une modification majeure aux objectifs de placement du FRR.

Par rapport aux précédentes hypothèses de passif du FRR, l'horizon se raccourcit tout en restant suffisamment long pour autoriser une exposition significative aux actifs de performance: jusqu'en 2010, le FRR avait retenu l'hypothèse de 21 flux de décaissement entre 2020 et 2040. Suite à la réforme, le FRR versera 2,1 milliards d'euros à la CADES chaque année entre 2011 et 2024 (inclus) et un flux unique⁸ à la CNAV au titre de la soulte CNIEG en 2020. Par ailleurs, les abondements annuels perçus jusqu'ici par le FRR seront dorénavant affectés directement à la CADES.

8/ Dont le montant dépendra de l'évolution de la performance des investissements. Le passif CNIEG n'ayant pas été précisé par la loi, ce flux unique est pour le moment une hypothèse de travail.



Extrait du chapitre 5 bis du code de la sécurité sociale:

Les sommes affectées au Fonds sont mises en réserve jusqu'au 1er janvier 2011. À compter de cette date et jusqu'en 2024, le Fonds verse chaque année, au plus tard le 31 octobre, 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale afin de participer au financement des déficits, au titre des exercices 2011 à 2018, des organismes mentionnés à l'alinéa précédent. Le calendrier et les modalités de ces versements sont fixés par convention entre les deux établissements.

... Sur proposition du Directoire, le Conseil de surveillance fixe les orientations générales de la politique de placement des actifs du fonds en respectant les principes de prudence et de répartition des risques compte tenu de l'objectif et de l'horizon d'utilisation des ressources du fonds, notamment les obligations de versements prévues à l'article L. 135-6. Il contrôle les résultats, approuve les comptes annuels et établit un rapport annuel public sur la gestion du Fonds.

... Le Directoire assure la direction de l'établissement et est responsable de sa gestion. Il met en œuvre les orientations de la politique de placement. Il contrôle le respect de celles-ci et en particulier leur adéquation avec les obligations de versements prévues à l'article L. 135-6.

La gestion sous contrainte de passif

La gestion « sous contrainte de passif » (LDI, *Liability Driven Investment*) désigne une méthode d'investissement qui obéit à une exigence de sécurisation du passif. Les objectifs principaux de ce type de gestion d'actifs consistent à :

- verser les flux de trésorerie du passif avec un très fort niveau de sécurité;
- rechercher une performance financière complémentaire dans un cadre de risque maîtrisé.

Cette approche de la gestion d'actifs conduit à calculer un surplus défini, à chaque instant, comme étant l'écart entre

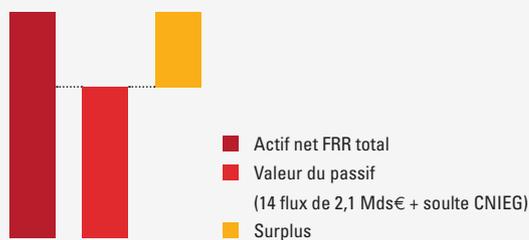
l'actif net et la valeur présente des engagements.

Le surplus constitue donc un excédent par rapport au montant des actifs nécessaires pour assurer le paiement du passif.

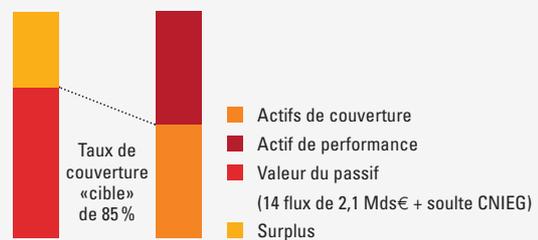
La recherche du meilleur rendement possible du surplus conduit à une séparation fonctionnelle des actifs en deux parties :

- des actifs de couverture dont l'objectif est d'assurer les décaissements programmés (dans le cas du FRR entre 2011 et 2024) ;
- des actifs de performance dont la finalité est la génération d'un rendement absolu.

Actif net, valeur du passif et surplus



Valeur du passif, surplus et composition du portefeuille



La loi donne une indication précise du niveau d'aversion au risque du FRR : la gestion doit s'attacher à assurer les décaissements même dans les scénarios de marché les plus défavorables.

Le FRR a adapté sa politique d'investissement à cette nouvelle donne. Il en résulte une allocation moins porteuse de risques que par le passé mais qui demeure ambitieuse en termes d'exposition aux actifs de performance.

Le FRR s'est inspiré de modèles de gestion dits « sous contrainte de passif » en les adaptant aux caractéristiques de son propre passif. En effet, compte tenu de son horizon de placement et de l'importance du surplus au départ de la mise en œuvre de l'allocation, le passif a été couvert à hau-

teur de 85 % par cette poche de couverture afin d'améliorer l'espérance de rendement de la poche de performance dans des limites de risques clairement définies.

L'ALLOCATION STRATÉGIQUE RETENUE PAR LE FRR EN DÉCEMBRE 2010

Compte tenu de ses objectifs, de son horizon de placement et de son degré d'aversion au risque, le FRR a décidé, à l'issue du Conseil de surveillance du 13 décembre 2010, de retenir l'allocation suivante, composée de deux poches :

- une poche de couverture dont l'objectif principal est d'assurer la capacité du Fonds à faire face à son passif ;
- une poche de performance dont l'objectif est d'apporter un rendement supplémentaire.

En retenant un taux de couverture du passif de 85 % au départ (ce taux pouvant évoluer dans le temps), la part des actifs de performance s'élevait alors à 39%. En « régime de croisière », cette part évolue en fonction de la performance relative de deux poches et ne fait donc pas l'objet d'un rebalancement automatique.

L'allocation fera l'objet d'une revue annuelle. À l'occasion de cette revue, le Conseil de surveillance pourra ajuster le poids des actifs de performance ou modifier la composition des deux poches.

Par ailleurs, des points de rendez-vous avec le Comité stratégie d'investissement (CSI) sont prévus. Certains sont réguliers, d'autres dépendent des indicateurs de gestion du FRR et, plus précisément, de l'évolution de son ratio de financement. Ces rendez-vous peuvent conduire à une recommandation de modification du poids ou de la composition des poches.

STRUCTURE DE LA POCHE DE COUVERTURE

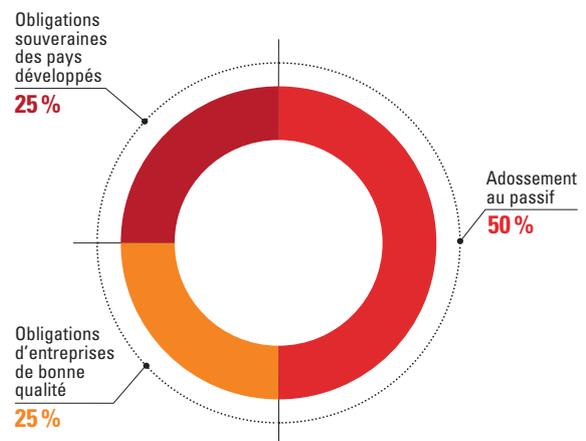
La bonne couverture du passif implique que la valeur des actifs évolue comme la valeur du passif. L'actif et le passif doivent donc être exposés aux mêmes facteurs de risque, c'est-à-dire pour le FRR, celui du taux d'intérêt. Il existe plusieurs méthodes pour couvrir ce risque :

- en adossant parfaitement les flux d'actifs et de passifs avec des obligations ;
- en immunisant les risques d'écartement entre actif et passif grâce à l'utilisation d'une palette d'instruments plus large (obligations d'État, de crédit, etc.) et en adossant les risques plutôt que les flux.

Le FRR a choisi une structure hybride, composée de 50% investis en obligations assimilables du Trésor (OAT) selon la technique d'adossement et de 50% investis de façon diversifiée dans les obligations souveraines des grands pays développés et dans les obligations d'entreprises de bonne qualité (dont la note de crédit est supérieure à BBB).

« (...) Il en résulte une allocation moins porteuse de risques que par le passé mais qui demeure ambitieuse en termes d'exposition aux actifs de performance. »

Répartition indicative de la poche de couverture du FRR



Cette structure a les propriétés suivantes :

- elle permet d'espérer un rendement supérieur à celui qui résulterait d'un adossement complet ;
- elle permet une bonne couverture du risque de taux ;
- elle n'augmente pas le niveau global de risque : en effet, le risque de crédit fait l'objet d'une consommation de risque prise en compte dans l'estimation du risque global du portefeuille et donc dans le dimensionnement de la taille de la poche de performance à l'issue du *stress test*.

L'approche des scénarios de stress

Les réglementations bancaires et assurantielles ont entraîné le développement de modèles permettant de mesurer l'évolution des risques dans le cas de scénarios très défavorables (appelés scénarios de stress) portant sur leurs activités (Bâle II, Solvency II). Dans le cadre de sa gestion actif-passif, le FRR s'est également inspiré d'une telle approche pour mesurer au mieux ses risques. À cette fin, l'évolution du surplus du FRR (Voir encadré « La gestion sous contrainte de passif ») en cas de survenance de scénarios de stress a été mesurée.

Les scénarios de stress sont utilisés comme indicateurs de résistance au risque. Dans le cas du FRR, l'allocation stratégique de départ est ainsi résistante à un stress conduisant à une perte de valeur des actifs de performance de 66%. Dans l'hypothèse d'une telle perte, le surplus du FRR serait toujours positif et le passif pourrait encore être payé. Le stress ne constitue pas une contrainte *ex ante* devant être constamment respectée mais constitue un niveau d'alerte pour les instances du FRR.

STRUCTURE DE LA POCHE DE PERFORMANCE

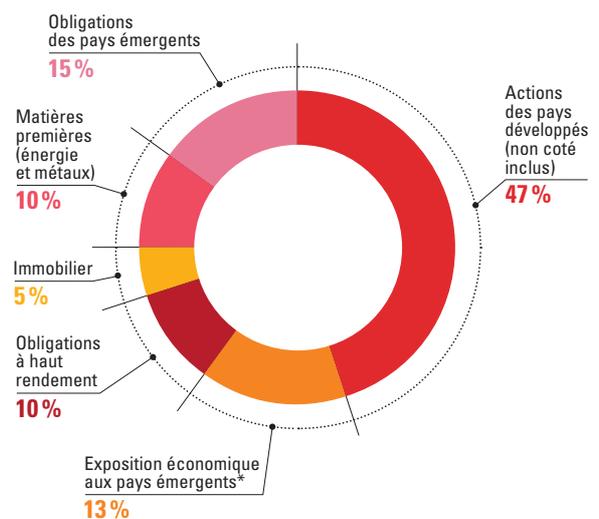
La poche de performance du portefeuille du FRR a été définie en fonction de deux principes :

- Une forte diversification : la diversification géographique et l'inclusion des classes d'actifs qui apportent une dé-corrélation par rapport aux actions permettent d'améliorer le couple rendement-risque du portefeuille. Même si la seule diversification ne permet pas de se protéger contre une crise systémique comme celle de 2007-2009, elle permet

de réduire de façon importante la volatilité et les pertes par rapport à un portefeuille constitué exclusivement d'actions ou concentré sur une seule zone géographique.

- La flexibilité de l'allocation : en lieu et place d'une allocation fixe, le Conseil de surveillance a décidé de laisser une marge de manœuvre au Directoire pour ajuster le poids de chaque classe d'actifs en fonction de son analyse de moyen terme des risques et des perspectives de rendement. Dans ce contexte, le FRR se fixe, sur le long terme, une espérance de rendement annualisé de 6% pour cette poche. La composition indicative de cette poche est fournie ci-dessous.

Répartition indicative de la poche de performance du FRR



* Actions des pays émergents et actions de pays développés exposées à la croissance économique des pays émergents.

Le FRR investisseur responsable

UNE AMBITION CONFIRMÉE DANS LE CADRE D'UN NOUVEAU PORTEFEUILLE

La réforme des retraites a entraîné une évolution du portefeuille du Fonds. Mais si le cadre financier change, la stratégie d'investissement responsable adoptée par le Conseil de surveillance en 2008 pour une période de 5 ans n'est pas remise en cause. En effet, le Conseil de surveillance a réaffirmé l'importance de l'identité d'investisseur responsable du FRR ainsi que la pertinence des axes de sa stratégie.

Le FRR s'est vu remettre le prix de l'investisseur responsable de l'année 2010⁹, prix qui récompense l'engagement et la stratégie du FRR dans ce domaine, notamment la promotion de la transparence et de la publication des données environnementales, sociales et de gouvernance (rapport sur l'investissement responsable), l'extension du périmètre d'investissement responsable aux obligations d'entreprises des zones américaine et européenne et les progrès des actions de dialogue actionnarial vis-à-vis d'entreprises présentant des risques extra-financiers.

9/ Décerné par Amadéis, cabinet de Conseil en gestion d'actifs et Natixis AM, en partenariat avec Les Echos.

L'INTÉGRATION DES FACTEURS EXTRA-FINANCIERS

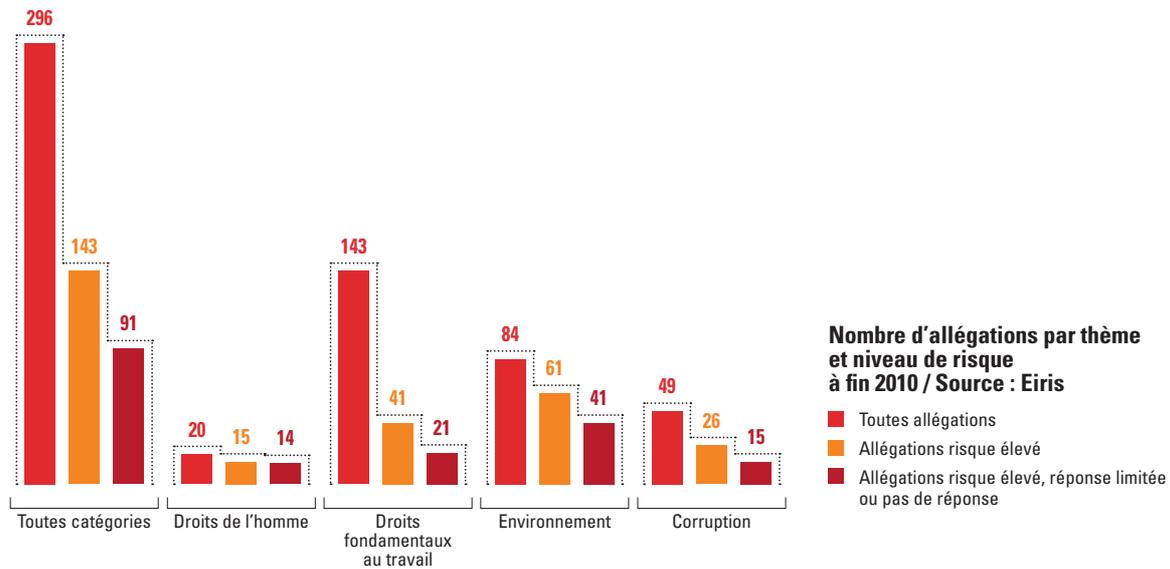
La prise en compte de facteurs ESG (environnementaux, sociaux ou de gouvernance) dans la politique d'investissement s'est poursuivie au cours de l'année 2010. Ainsi, à la faveur du renouvellement des mandats, ce sont désormais tous les mandats actions de gestion active qui comportent des dispositions extra-financières (recherche et analyse, incitation à l'intégration, *reporting* extra-financier, assistance au dialogue avec les entreprises). Les mandats de gestion active du crédit des entreprises comportent également des clauses ESG et tous les mandats de gestion actions (gestion active mais aussi passive) imposent une obligation d'exercice des droits de vote. Enfin, l'intégration des facteurs ESG serait impossible sans l'engagement des gestionnaires d'actifs dont deux tiers sont aujourd'hui signataires des Principes d'investissement responsables.

L'année 2011 marquera la fin des mandats d'investissement responsable lancés en 2006. Cette année sera donc mise à profit pour tirer les enseignements de ces mandats et pour préparer un nouvel appel d'offres. Par ailleurs, en ce qui concerne les mandats « traditionnels », les efforts porteront sur l'approfondissement, avec les gérants, du *reporting* extra-financier.

Résultats 2010 pour l'axe intégration

en millions d'euros ou %

	2008	2009	2010
Encours des mandats de gestion active Actions	5 130	3 740	3 668
Mandats comportant des dispositions IR	1 872	3 168	3 668
en %	36,5 %	84,7 %	100,0 %
Montant des mandats ISR	374	505	572
en %	7,3 %	13,5 %	15,6 %



LA PRÉVENTION DES RISQUES DE RÉPUTATION

L'analyse qu'effectue le prestataire de recherche extra-financière EIRIS (Experts in Responsible Investment Solutions) pour le FRR porte sur l'ensemble des émetteurs privés en portefeuille, quel que soit leur lieu d'implantation (marchés développés ou émergents). Sur la base du portefeuille à fin 2010, il apparaît qu'environ 7,4% des entreprises analysées (soit 194 entreprises sur les 2 600 environ qu'Eiris analyse dans le portefeuille) seraient concernées par une ou des allégations – sans distinction de leur importance. En ce qui concerne les allégations qualifiées de graves et par rapport auxquelles l'entreprise n'a pas pris de mesures ou seulement des mesures limitées, 67 entreprises sont concernées (soit 2,5% des entreprises analysées).

Sur les 296 allégations identifiées (une même entreprise pouvant faire l'objet de plusieurs allégations), près de la moitié concernent le non-respect des principes fondamentaux du droit du travail (143), avec 41 allégations classées comme représentant un risque élevé. À l'inverse, les atteintes à l'environnement (84) ou la corruption (49) sont moins nombreuses, mais présentent généralement un risque élevé. Dans le cas des violations des droits de l'Homme (20 allégations au total), les allégations qui représentent un risque élevé (15 sur 20) ne sont pas résolues de manière satisfaisante (14 sur 20).

Les secteurs d'activité les plus touchés sont les matériaux de base (36 entreprises), l'industrie (34), les biens de consommation (29), le pétrole et gaz (27), et le secteur des services

à la consommation (24). Enfin, les marchés émergents comprennent le plus grand nombre d'entreprises qui sont accusées de violation de normes internationales (58 entreprises), suivies de près par l'Europe (57) et l'Amérique du Nord (55). Sur la base de ces résultats, la liste d'entreprises avec lesquelles le FRR devrait engager un dialogue en 2011 sera arrêtée. Il convient de noter qu'à la fin 2010, la liste des entreprises exclues (pour leur possible implication dans la fabrication de mines antipersonnel ou de bombes à sous-munitions) demeure inchangée par rapport à la fin 2009.

Liste des entreprises exclues du portefeuille du FRR en raison de leur possible implication dans la fabrication de mines anti-personnelles ou de bombes à sous-munitions (au 31 décembre 2010).

ENTREPRISE	PAYS
Alliant Techsystems ATK	États-Unis
General Dynamics	États-Unis
Goodrich	États-Unis
Lockheed Martin	États-Unis
L3 Communications	États-Unis
Raytheon	États-Unis
Singapore Technologies Engineering	Singapour
Textron	États-Unis

Par ailleurs, conscient de l'importance de la transparence des entreprises en matière extra-financière et dans le contexte

d'une exposition croissante du portefeuille aux marchés émergents, le FRR a décidé de soutenir l'EMDP (*Emerging Markets Disclosure Project*). Sous l'égide de la Banque mondiale et des Nations Unies, cette initiative qui regroupe plus d'une cinquantaine d'investisseurs internationaux invite les entreprises des pays émergents à publier des données sur leurs performances extra-financières. À ce jour, outre sa participation active depuis son lancement aux Principes pour l'investissement responsable, le FRR soutient également le *Carbon Disclosure Project*, le *Water Disclosure Project*, mais aussi l'ITIE (Initiative en faveur de la transparence dans les industries extractives) – des initiatives en faveur d'une plus grande transparence des entreprises dans le domaine extra-financier.

L'EXERCICE ACTIF DES DROITS DE VOTE

De nombreux mouvements sur les portefeuilles actions ont été effectués en 2010 aux fins de réduire l'exposition actions du FRR. En conséquence, le FRR a participé à moins d'assemblées générales en 2010 qu'en 2009, tout en continuant à voter aux assemblées générales pour plus de 90 % du portefeuille actions du FRR. Sur l'ensemble des résolutions examinées et votées, il y a eu 86 % de votes favorables, 12 % de votes contre et 1 % d'abstention.

Le débat entre les émetteurs et les investisseurs a porté sur des thèmes récurrents depuis plusieurs années (rémunération des dirigeants, augmentations de capital et moyens anti-OPA). Dans les autres pays européens et en particulier en Suisse, le taux de contestation reste élevé sur le rapport sur les rémunérations dès lors qu'ils sont soumis au vote. Deux thèmes nouveaux de débats sont apparus en France, qui devraient devenir majeurs en 2011 : la place des femmes dans les conseils d'administration et le cumul des fonctions exécutives. Sur le premier point, à la suite de la publication des recommandations de l'AFEP-Medef, nombre de sociétés du CAC 40 ont ouvert leur conseil aux administrateurs femmes, la proportion passant de 10 % en 2009 à 15 % en 2010. Ce mouvement se poursuivra en 2011, conforté par la publication de la loi du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes

et des hommes au sein des conseils d'administration. Sur le deuxième point, la moitié des sociétés du CAC 40 ont décidé de cumuler les fonctions alors qu'elles n'étaient que 12 en 2008. Cela a conduit à de nombreux votes négatifs au moment du renouvellement des mandats d'administrateurs de la part des actionnaires étrangers.

Plus généralement, en France, le nombre de résolutions rejetées par les actionnaires a augmenté (64 résolutions rejetées ou retirées dans 24 sociétés). De même, les résolutions externes ont été nombreuses (24 résolutions dans 13 sociétés). Il convient aussi de souligner l'émergence d'un dialogue de plus grande qualité entre les parties prenantes qui a conduit à la modification de résolutions ou à la présentation en assemblée des évolutions acceptées par l'émetteur.

LE SOUTIEN À LA RECHERCHE

Le FRR a renouvelé son soutien, pour trois années supplémentaires, à la Chaire « Finance Durable et Investissement Responsable » développée par la Place de Paris, qui réunit depuis 2008 des chercheurs (École Polytechnique, Institut d'Économie Industrielle de l'Université de Toulouse) et des professionnels (investisseurs, gérants). Les travaux de recherche menés dans ce cadre en 2010 ont porté, par exemple, sur l'impact de l'investissement responsable sur les politiques de responsabilité sociale des entreprises et sur leur valorisation financière ou encore sur les rapports entre politique de responsabilité sociale et performance extra-financière des entreprises.

Le FRR a également participé aux travaux des PRI portant sur l'« investisseur universel » (investisseur qui détient un portefeuille représentatif de l'ensemble de l'économie). Ces travaux ont abouti à la publication d'un rapport en 2010, disponible sur le site des PRI. Ce rapport propose une mesure de l'impact financier des externalités environnementales sur un portefeuille de titres internationaux diversifiés et les évalue à 5,6 % de la valeur d'un tel portefeuille. Ce faisant, il démontre que, pour un investisseur universel, il est financièrement justifié de prendre en compte les externalités générées par les entreprises qu'il détient en portefeuille.

Gestion et maîtrise des risques

L'

année 2010 a vu la poursuite de la mise en place opérationnelle de la démarche d'analyse globale des risques (approche dite ERM ou *Enterprise Risk Management*).

La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 prévoit que « les sommes affectées au Fonds sont mises en réserve jusqu'au 1^{er} janvier 2011. À compter de cette date, et jusqu'en 2024, le Fonds verse chaque année et au plus tard le 31 octobre, 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (...) ».

Compte tenu de la fixation de ce nouveau passif, le FRR a ajusté son allocation stratégique ainsi que son cadre de risques afin d'assurer ces versements.

LES PRINCIPAUX OBJECTIFS DE LA GESTION DES RISQUES

- Analyser et gérer l'ensemble des risques (risques financiers, humains, du système d'information, stratégiques...) afin d'éviter les effets pervers d'un fonctionnement en « silos » ainsi que tous les impacts potentiels de ces risques (impacts financiers et non financiers comme la réputation, le savoir-faire...). Le périmètre d'analyse est le FRR et ses parties prenantes, son conservateur-teneur de comptes (la Caisse des Dépôts), les gérants externes, les fournisseurs d'indices et les autres prestataires. Une des plus-values de cette approche consiste à agréger l'ensemble des risques majeurs et à assurer la cohérence d'ensemble de l'analyse des risques et des plans d'actions au niveau de l'organisation.

« (...)l'approche du risque de gestion actif-passif a pris en compte les versements à venir à compter de 2011 afin de s'assurer que le FRR sera en mesure de tenir ses engagements. »

- Alerter le Directoire sur la survenance possible de risques majeurs et de risques jugés inacceptables.
- Proposer et coordonner la mise en place des plans d'actions pour réduire et/ou changer le profil de ces risques.
- Aider à diffuser les meilleures pratiques et la culture de gestion des risques au sein du FRR.
- Donner au Directoire un avis indépendant concernant les indices de gestion choisis par la direction financière du FRR pour ses propres gestions.
- Proposer ou valider les limites de risque par grande famille de risque ou domaine d'activité.
- Analyser, avant lancement, les nouveaux processus d'investissement du point de vue des risques financiers et opérationnels. Fixer des limites pour ces nouveaux processus d'investissements.

LES PRINCIPAUX RISQUES DU FRR

Le risque de gestion actif-passif: avant que l'allocation stratégique ne soit modifiée (décaissements initialement prévus entre 2020 et 2040), le principal risque pour le FRR

résidait dans l'inadéquation de son allocation stratégique avec ses objectifs financiers de long terme.

Dès la fin de l'année 2010, suite à la réforme des retraites, l'approche du risque de gestion actif-passif a dû prendre en compte les versements à venir à compter de 2011, afin de s'assurer que le FRR sera en mesure de tenir ses engagements.

Les risques financiers à court terme: ces risques se décomposent en deux niveaux :

- **Les risques absolus:** il s'agit des pertes absolues que peut subir le FRR à court terme. Des estimations de ces niveaux de pertes à brève échéance sont produites régulièrement par les équipes du Fonds.

- **Les risques relatifs:** il s'agit d'une sous-performance d'un gérant par rapport à son indice de référence. Cette perte relative est encadrée par la mise en place d'une *tracking error* maximale *ex ante* à respecter.

Le risque de change: le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Le Fonds couvrait à 90% ces expositions en devises via des contrats de change à terme renouvelés périodiquement. Le taux de couverture passe à 100% dans la poche de couverture en 2011. Les devises des pays émergents ne sont pas couvertes.

Cette couverture améliore statistiquement le couple rendement-risque pour les devises des pays développés car elle réduit la volatilité du portefeuille sans qu'il y ait un impact significatif sur la performance nette.

Le risque de contrepartie: dans un but de couverture, le FRR est amené, via ses gérants, à négocier avec des contreparties bancaires des produits dérivés de gré-à-gré. Il impose dans le choix de ses contreparties des notations minimales

(*Moody's, Standard & Poor's et Fitch*) ainsi qu'un niveau de fonds propres minimal. Le FRR exige également la mise en place d'appels de marge pour certains produits dérivés en plus du respect de limites d'exposition maximales par contrepartie. Un dispositif de suivi comprenant des alertes, des indicateurs de risque ainsi que des rapports périodiques sur ces contreparties actives est en place.

Le risque de crédit: au sein des mandats taux, des exigences de notations minimales sont imposées aux gérants. Concernant les placements en titres court terme pour la gestion de sa trésorerie, le FRR doit respecter à la fois des contraintes de notations et de fonds propres de l'émetteur (ou niveau de PIB s'il s'agit d'un État).

Les risques de conformité: le FRR suit de manière constante le respect des règles prudentielles auxquelles il est soumis (règles issues de la loi de 2001). Ce dispositif réglementaire est assorti de règles internes complémentaires.

Les risques de fraude et de blanchiment: le FRR porte une attention toute particulière dans le choix de ses véhicules d'investissement afin de ne pas concourir à des pratiques de fraude ou de blanchiment d'argent.

Le risque d'interruption d'activité: pour sauvegarder au mieux le patrimoine confié par la collectivité nationale au FRR, ce dernier est contraint de suivre de manière quotidienne les marchés financiers du fait de leur volatilité afin de pouvoir agir rapidement si cela est nécessaire. Dans l'accomplissement de sa mission, il est donc de première importance que le FRR soit en mesure de continuer à assurer ses activités pendant plusieurs jours en cas d'événements

graves (pandémie, crue, incendie...). Des plans de secours et de repli ont été définis et sont régulièrement testés pour parer à ces éventualités.

Les risques fournisseurs: le FRR sélectionne un grand nombre de gérants externes pour gérer son portefeuille d'actifs. Un processus de sélection rigoureux dans le cadre des appels d'offres publics, des *due diligences* approfondies menées chez les gérants ainsi qu'un suivi régulier (processus de mise sous surveillance si nécessaire) permettent de réduire ce risque. Des bascules sont également possibles en cas de difficultés, notamment au niveau des gérants.

Les risques sur les données: les calculs de performance et de risques, et donc les choix d'investissements, sont dépendants de la qualité des données qui alimente le système d'information du FRR. Ce dernier s'est engagé dans une campagne de renforcement des contrôles sur la cohérence et la qualité des données financières en 2009. Ce projet a été poursuivi en 2010.

LES FAITS MARQUANTS DE L'ANNÉE 2010

Un certain nombre d'actions relatives à la gestion globale des risques ont été réalisées au cours de cette année:

- Des actions d'amélioration de la qualité des données financières du portefeuille du FRR afin de permettre un calcul de performance et une mesure des risques financiers plus fines.
- Un *reporting* hebdomadaire sur les risques des opérations dérivées de gré-à-gré et de placement de trésorerie et sur le respect des ratios réglementaires et internes.
- Un *reporting* mensuel plus complet sur les risques

financiers et les risques opérationnels au Comité des risques et auprès du Directoire.

- La refonte de la politique de risque de contrepartie et les limites de risque par contrepartie pour mieux encadrer ce type de risque.
- La définition et l'application de la politique de risque liée aux gérants pour mieux maîtriser les risques financiers et opérationnels dont ils peuvent être porteurs.
- La définition et l'application de la politique de risque dépositaire pour mieux maîtriser les risques financiers et risques opérationnels des dépositaires dans le cas des fonds ouverts.
- L'achèvement de la mise en place opérationnelle d'un nouveau logiciel de mesure des risques financiers à court terme (*RiskMetrics*).
- Le Pôle risque s'est doté d'outils de valorisation de produits dérivés de gré-à-gré (options, *swaps*...) afin d'avoir un regard indépendant sur ces valorisations.
- La contribution du Pôle risque à l'élaboration du dossier de la nouvelle allocation stratégique du FRR dans le cadre de la réforme des retraites.
- Une réduction en amont des risques financiers et opérationnels par la systématisation de tests avant le lancement de nouveaux actifs ou processus de gestion.
- La refonte de quelques processus d'investissement clé (augmentation de l'efficacité des processus, description plus fine des rôles et responsabilités et structuration des contrôles sur les risques majeurs dans les processus).
- Le renforcement du premier Plan de continuité d'entreprise (PCE).

Organisation et coûts

ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

En 2010, l'organisation du FRR est restée calibrée à 56 emplois afin d'assurer une gestion performante et sécurisée des actifs du Fonds.

Le contexte particulier de cette année, marquée par les débats relatifs à la réforme des retraites, a eu pour effet d'accroître le taux de rotation des effectifs. Les recrutements des profils techniques pointus nécessaires à l'accomplissement des missions du FRR ont été essentiellement lancés sur le second semestre.

Dans les années à venir, le Fonds ajustera progressivement ses ressources au regard des enjeux liés au nouveau modèle de gestion financière issu de la réforme des retraites, en s'attachant à préserver tout à la fois une stricte maîtrise de ses coûts et un niveau exigeant de sécurisation de ses processus.

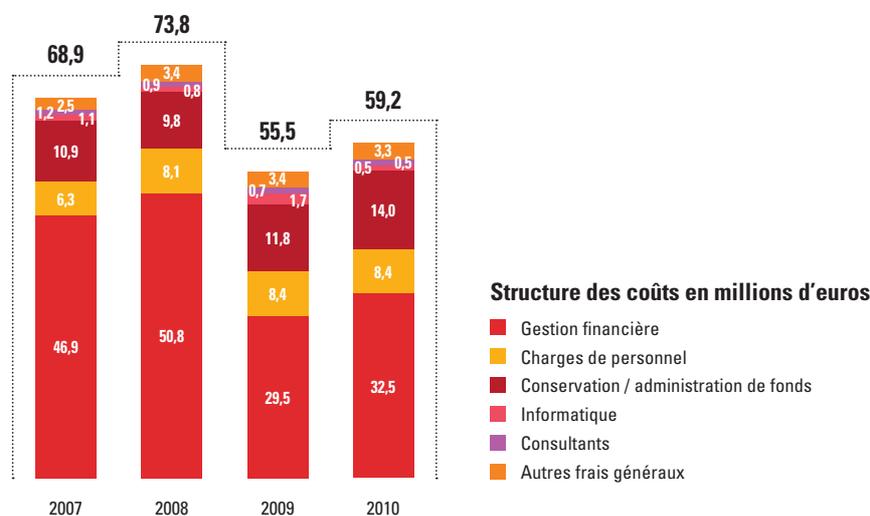
LES COÛTS AU FRR

Les charges d'exploitation 2010 s'élèvent à 59,2 M€, en hausse de 6,7 % par rapport à 2009.

Le poste de dépenses principal est celui constitué par les commissions de gestion financière relatives à la gestion déléguée des actifs. Elles s'élèvent à 32,5 M€ en 2010 contre 29,5 M€ en 2009.

Le Directoire du FRR a souhaité, à compter de 2008, faire évoluer les formules de rémunération des mandats afin de contenir les frais de gestion des portefeuilles et de viser un meilleur alignement d'intérêts avec les prestataires de services d'investissement du Fonds.

Un mouvement à la baisse de la part fixe des commissions de gestion financière a été ainsi entrepris grâce à l'évolution de la structure de portefeuille initiée courant 2008 et s'est traduit par un passage progressif des mandats actions actifs vers des mandats passifs.

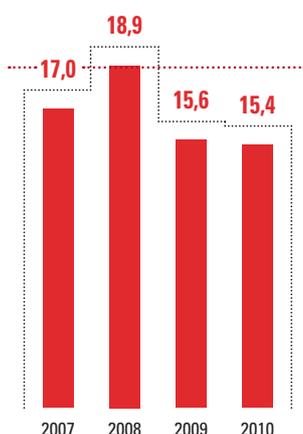


Dans cet esprit de recherche d'alignement d'intérêts, une plus grande part a par ailleurs été faite dans le mode de rémunération des gérants aux commissions de gestion indexées sur la performance.

La totalité des mandats de gestion active attribués par le FRR incluent désormais des clauses de rémunération à la performance, structurées de manière à garantir que les commissions rémunèrent une surperformance de long terme. S'agissant de l'exercice 2010, le renouvellement des mandats de gestion s'est poursuivi dans une moindre mesure que lors de l'exercice précédent. Sept d'entre eux sont arrivés à échéance ou ont été interrompus au cours de l'année, tandis que onze nouveaux mandats démarraient durant la même période.

Le rebond sensible enregistré par l'actif du Fonds, se traduisant par une progression de 5,3 milliards d'euros d'actif moyen sous gestion, a eu pour conséquence mécanique une hausse des commissions de gestion fixes, qui ressortent à 26,3 M€ (+37% par rapport à 2009), 73% de ces frais fixes concernant la gestion active.

Coûts de gestion en points de base



S'agissant des commissions de gestion variables, la clôture de nombreux mandats avait conduit, en 2009, au versement de 6,8 M€ de commissions de surperformance. En 2010, les frais variables enregistrés, qui ne concernent désormais que la surperformance enregistrée sur l'exercice écoulé, s'établissent à 1,6 M€.

En moyenne, le taux de commissions de la gestion sous mandat⁹ ressort ainsi à 8 points de base, en léger retrait par rapport au taux de 8,8 points de base enregistré en 2009. Les frais de gestion administrative s'élèvent à 23,9 M€, sans évolution notable par rapport à l'exercice précédent. Les charges de personnel ont été quasiment stables, se situant à -0,4% par rapport à 2009. Les coûts informatiques du FRR ont enregistré en 2010 l'impact d'extournes comptables liées à un provisionnement prudent des charges découlant des différents projets informatiques conduits en 2009.

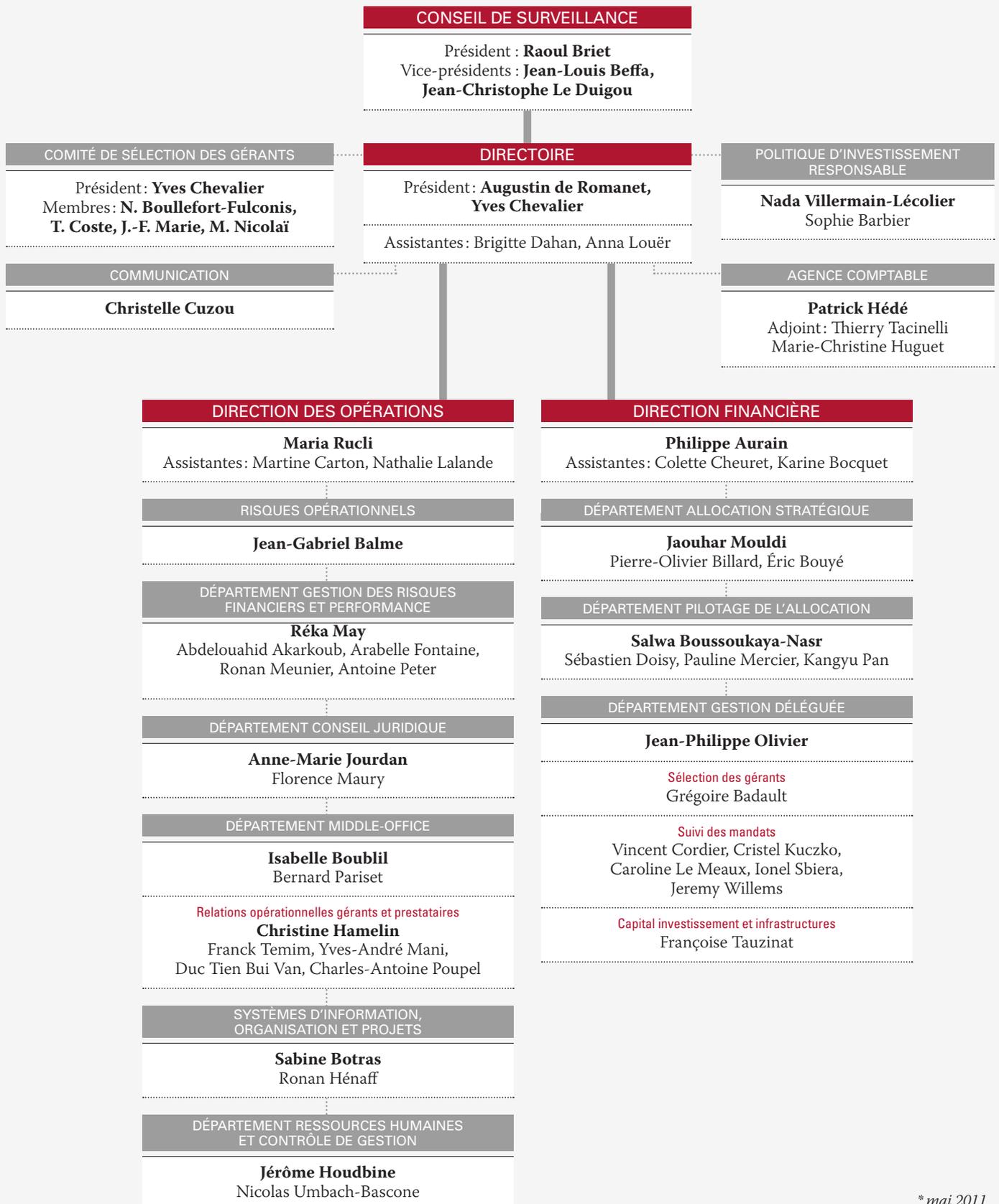
Les coûts de conservation et d'administration de fonds, prestations servies par la Caisse des Dépôts, sont directement corrélés aux encours sous gestion et aux flux traités. Ces coûts progressent de 18% par rapport à l'exercice précédent, conséquence d'un volume d'opérations en hausse de 8% et d'un actif moyen sous gestion en croissance de 18%. Qu'ils soient liés au fonctionnement des mandats ou à la gestion de l'actif net (commissions, frais de conservation et d'administration de fonds), près de 78% des coûts du FRR constituent des frais variables par nature. Les frais de structure propres au Fonds ne représentent que 22% du total, soit moins de 0,04% de l'actif géré.

Du point de vue de l'étalonnage de ses coûts de gestion, le *benchmark* du FRR, établi à partir des critères retenus par le cabinet McKinsey en 2005, se situe autour de 15,4 points de base.

Ce niveau est stable par rapport au résultat relevé en 2009 et demeure en ligne avec les coûts observés auprès des fonds européens auxquels se compare régulièrement le FRR.

9/ Hors gestion overlay.

Organigramme*



Les instances dirigeantes du FRR

au 31 décembre 2010

CONSEIL DE SURVEILLANCE

PRÉSIDENT

Raoul Briet

MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Yves Bur

Suppléante

Valérie Boyer

Marc Laffineur

Suppléante

Bérangère Poletti

MEMBRES DU SÉNAT

Jean-Jacques Jegou

Suppléant

Bertrand Auban

Dominique Leclerc

Suppléant

René Teulade

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

Philippe Le Clezio

Suppléant

Yves Canevet

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni

Suppléant

Michel Moise-Mijon

Confédération française de l'encadrement – CGC

Danièle Karniewicz

Suppléant

Alain Dematons

REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

Mouvement des entreprises de France

Agnès Canarelli

Suppléante

Catherine Thibier

Valérie Corman

Suppléante

Véronique Cazals

Alain Leclair

Suppléant

Jean-Claude Guéry

Association française de la gestion financière

Confédération générale des PME

Geneviève Roy

Suppléant

Georges Tissié

Union professionnelle artisanale

Albert Quenet

Suppléante

Berthe Duguey

REPRÉSENTANTS DU MINISTRE CHARGÉ DE LA SÉCURITÉ SOCIALE NOMMÉS PAR ARRÊTÉ DU MINISTRE CHARGÉ DE LA SÉCURITÉ SOCIALE

Dominique Libault

Suppléant

Jonathan Bosredon

Jean-Louis Rey

Suppléant

Damien Vergé

REPRÉSENTANT DU MINISTRE CHARGÉ DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE NOMMÉ PAR ARRÊTÉ DU MINISTRE CHARGÉ DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Hervé de Villeroché

Suppléant

Nicolas Carnot

REPRÉSENTANT DU MINISTRE CHARGÉ DU BUDGET NOMMÉ PAR ARRÊTÉ DU MINISTRE CHARGÉ DU BUDGET

Philippe Josse

Suppléant

Guillaume Gaubert

DIRECTOIRE

PRÉSIDENT

Augustin de Romanet

AUTRES MEMBRES

Yves Chevalier

Antoine de Salins

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

PRÉSIDENT

Antoine de Salins

AUTRES MEMBRES

Nathalie Boulefort-Fulconis

Ancien directeur général délégué d'une société de gestion d'actifs

Thierry Coste

Membre du Collège de l'ACP (Autorité de contrôle prudentiel)

Jean-François Marie

Ancien dirigeant de société financière

Marcel Nicolai

Ancien associé gérant d'une société de gestion d'actifs

Les comptes 2010

L

a loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 prévoit qu'à compter du 1^{er} janvier 2011 et jusqu'en 2024, le FRR verse chaque année 2,1 Mds € à la Caisse d'amortissement de la dette sociale.

Cette réforme a une incidence significative sur les comptes, l'engagement du FRR envers la CADES constituant une dette de 29,4 Mds € enregistrée au bilan 2010 par prélèvement sur les capitaux propres. Ceux-ci se réduisent dès lors de 29,97 Mds € à 4,17 Mds €.

Cependant, si la structure des capitaux propres et des dettes se trouve modifiée par cette réforme, les comptes de l'année 2010 confirment la consolidation d'ensemble de la situation financière du FRR déjà constatée en 2009. De 2008 à 2010, les capitaux permanents¹⁰ sont passés de 27,60 Mds € à 34,09 Mds €.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités atteignent un niveau supérieur de 2,84 Mds € à celui de leur valeur de marché constatée au 31 décembre 2007.

Les ressources du Fonds, qui avaient atteint un niveau extrêmement bas en 2009, progressent en net de 811 M € à 2,27 Mds € contre 1,46 Md € en 2009. Cette évolution est principalement due à la forte progression du produit de licences UMTS, en hausse de 841 M € et à l'amélioration du prélèvement social sur les produits de placement à hauteur de 104 M €.

La contribution CNIEG s'élève à 3,47 Mds €, en progression de 138 M €.

Après deux exercices déficitaires, le résultat 2010 affiche un excédent de 603 M €.

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts de -39,77 M € en 2009 deviennent positifs en 2010 à 686,96 M €.

La décomposition du résultat financier permet d'évaluer la contribution de chaque catégorie de produit ou de charge à la formation du résultat de l'exercice.

Les revenus des valeurs mobilières enregistrent leur plus faible montant depuis 2007 à 841,84 M € contre 881,19 M € en 2009.

Les opérations de change dégagent une perte nette de 752,97 M €. Compte tenu de la politique de couverture de change, cette perte a pour contrepartie au bilan une augmentation de la valeur des actifs d'un montant équivalent. En revanche, les cessions de valeurs mobilières dégagent un excédent de 774,48 M €.

Enfin, les instruments financiers à terme (futures) continuent de peser négativement sur le résultat avec une perte de 74,54 M €.

10/ Les capitaux permanents regroupent les capitaux propres et les dettes à plus d'un an.

Bilan

en euros

ACTIF	31/12/2010	31/12/2009
Immobilisations	589 783,78	486 898,64
Créances	8 685 005 695,51	14 014 218 314,91
Dotations affectées au FRR à recevoir	123 968 881,98	110 156 516,22
Créances d'exploitation	0,00	0,00
Créances liées aux instruments financiers	68 271 400,01	101 310 766,38
Créances liées aux opérations de change	8 375 665 075,35	13 773 154 766,46
Créances liées aux instruments financiers à terme	117 100 338,17	29 596 265,85
Valeurs mobilières	33 901 276 412,87	31 159 182 689,62
Actions	10 843 593 916,42	14 728 511 734,58
Obligations	14 430 583 967,66	11 894 200 443,81
Titres de créances négociables	3 069 330 297,85	3 866 912 939,79
OPCVM	5 157 499 877,21	447 616 483,20
Fonds d'investissement	400 268 353,73	221 941 088,24
Disponibilités	3 215 758 726,80	2 316 673 324,28
Charges constatées d'avance	9 900,88	232 536,41
TOTAL	45 802 640 519,84	47 490 793 763,86

PASSIF	31/12/2010	31/12/2009
Capitaux propres	4 176 081 980,77	29 973 364 267,26
Dotations	2 886 048 778,22	26 068 461 679,37
Réserves	0,00	4 078 228 303,87
Ecart d'estimation	686 964 054,29	-39 770 653,51
Résultat de l'exercice	603 069 148,26	-133 555 062,47
Dettes	41 623 645 865,26	17 515 187 293,76
Dotations affectées au FRR perçues d'avance	78 651 774,50	93 779 873,85
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 473 170 485,09	3 335 613 175,49
Dettes CADES - 1 an	2 100 000 000,00	0,00
Dettes CADES + 1 an	27 300 000 000,00	0,00
Dettes d'exploitation	29 304 088,08	32 244 048,46
Dettes liées aux instruments financiers	59 014 668,81	51 970 069,83
Dettes liées aux opérations de change	8 499 727 564,73	14 000 639 452,29
Dettes liées aux instruments financiers à terme	83 777 284,05	940 673,84
Produits constatés d'avance	2 912 673,81	2 242 202,84
TOTAL	45 802 640 519,84	47 490 793 763,86

Compte de résultat

CHARGES	2010	2009
Services extérieurs	57 876 568,90	54 032 101,33
Impôts et taxes	87 225,74	102 600,32
Frais de personnel	1 091 152,11	1 180 752,26
Amortissement	165 268,60	186 265,50
Charges d'exploitation	59 220 215,35	55 501 719,41
Pertes de change	1 654 735 181,40	1 451 539 690,71
Charges sur instruments financiers à terme	586 493 278,03	546 450 601,59
Charges sur cession de valeurs mobilières	1 219 527 629,29	2 545 629 568,79
Autres charges financières	463 301 709,98	140 343 333,23
Attribution de la part du résultat à la CNIIEG	62 382 560,52	-14 862 796,92
Charges financières	3 986 440 359,22	4 669 100 397,40
Charges exceptionnelles	0,00	0,00
Total charges	4 045 660 574,57	4 724 602 116,81
Résultat de l'exercice	603 069 148,26	-133 555 062,47
TOTAL	4 648 729 722,83	4 591 047 054,34

PRODUITS	2010	2009
Revenus des valeurs mobilières	841 842 270,64	881 197 949,53
Gains de change	901 760 110,33	1 934 032 775,85
Produits sur instruments financiers à terme	511 948 669,86	490 989 151,21
Produits sur cession de valeurs mobilières	1 994 015 929,25	979 579 427,88
Autres produits financiers	399 162 742,75	305 193 138,09
Produits financiers	4 648 729 722,83	4 590 992 442,56
Produits exceptionnels	0,00	54 611,78
Total produits	4 648 729 722,83	4 591 047 054,34
TOTAL	4 648 729 722,83	4 591 047 054,34

Annexe aux comptes

arrêtés au 31 décembre 2010

FAIT CARACTÉRISTIQUE DE L'EXERCICE

L'article 9-II-2° de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 modifiant l'article L. 135-6 du code de la sécurité sociale, stipule que les sommes affectées au FRR sont mises en réserve jusqu'au 1^{er} janvier 2011 et qu'à compter de cette date et jusqu'en 2024, le fonds verse chaque année, au plus tard le 31 octobre, 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

Cette réforme a une incidence significative sur les comptes du FRR. En effet, l'engagement du FRR à l'égard de la CADES constitue une dette dans la mesure où il s'agit d'un passif certain dont les échéances et les montants sont fixés de façon précise (14 versements de 2,1 Mds d'euros de 2011 à 2024 conformément à la loi).

Cette dette d'un montant total de 29,4 Mds d'euros, est comptabilisée en contrepartie des comptes « Réserves », en premier lieu et « Dotations » en second lieu, conformément aux dispositions de l'article 2.3.2 de l'avis n°2008-10 du 5 juin, soit :

- 3 944 673 241,40 € sur les réserves ;
- 25 455 326 758,60 € sur les dotations.

L'impact de la réforme sur les capitaux propres et les ressources stables du FRR est présenté en paragraphe V-1 de l'annexe, « Évolution des capitaux permanents ».

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° 200307 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 200810 du 5 juin 2008.

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 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 fondée sur le principe d'une cotation Bid à partir de cours contribués communiqués par différents fournisseurs de services financiers. 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 OPCVM sont valorisés sur la base de la dernière valeur liquidative connue. Les ETF (*Exchange Traded Fund*) sont évalués au dernier cours coté.

Les fonds de Capital Investissement sont valorisés sur la base des dernières valorisations communiquées par les gérants. Les instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou assimilé et les engagements y afférent 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 swaps sont valorisés sur la base des cours transmis par la contrepartie, sous le contrôle du gérant, faisant également l'objet de différents niveaux de contrôle mis en place au FRR. 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 récupérations des retenues à la source sont comptabilisées au fur et à mesure de leur encaissement.

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 3 ans.

Les immobilisations incorporelles essentiellement liées au droit d'utilisation du logiciel SPIRRIS et aux maintenances associées, sont amorties linéairement sur 5 ans.

La contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n°2004803 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.

Conformément à l'avenant n°1 du 20 mars 2009, modifiant la convention du 12 juillet 2005, conclu entre le FRR et la CNAVTS, le FRR procède désormais à la détermination de la quote-part revenant à la soulte selon une base annuelle. 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. Selon les mandats, cette rémunération est acquise annuellement et/ou au terme du mandat de gestion dès lors que la surperformance est confirmée sur les périodes considérées dans la limite des plafonds définis contractuellement.

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 « Dotations affectées au FRR perçues d'avance » représentent le montant des produits encaissés par le FRR à la date d'arrêté, dont le fait générateur concerne 2011.

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) et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).

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 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 au solde des abondements reçus par le Fonds de réserve pour les retraites depuis sa création en 1999, minorées des sommes affectées à la CADES.
- Les « Réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création, diminuées des sommes affectées à la dette CADES.
- 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°2004803 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 ayant été versée par la CNIEG au FRR au cours du deuxième trimestre 2005.
- 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 l'attribution de la part du résultat du FRR à la solte versée par la CNIEG.
- La quote-part des plus ou moins values latentes à la date d'arrêté.

Compléments d'informations relatifs à l'actif

Immobilisations

TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	Immobilisations			Amortissements					Valeur nette comptable
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	
Immobilisations incorporelles	1 378 985,68	268 153,74	-	1 647 139,42	-893 291,69	-164 192,57	-	-1 057 484,26	589 655,16
I TOTAL	1 378 985,68	268 153,74	-	1 647 139,42	-893 291,69	-164 192,57	-	-1 057 484,26	589 655,16
Immobilisations corporelles	10 498,91	-	-	10 498,91	-9 294,26	-1 076,03	-	-10 370,29	128,62
II TOTAL	10 498,91	-	-	10 498,91	-9 294,26	-1 076,03	-	-10 370,29	128,62
TOTAL GÉNÉRAL	1 389 484,59	268 153,74	-	1 657 638,33	-902 585,95	-165 268,60	-	-1 067 854,55	589 783,78

Créances liées à la gestion financière

CRÉANCES **31/12/2010**

liées aux instruments financiers

Coupons échus à l'encaissement	21 670 481,96
Intérêts courus non échus	0,00
Ventes en attente de règlement	46 600 918,05
TOTAL	68 271 400,01

liées aux opérations de change

Achats à terme	606 965 765,44
Devises à recevoir à terme	7 686 164 292,99
Devises à recevoir au comptant	75 281 356,75
Déport	7 253 660,17
TOTAL	8 375 665 075,35

liées aux instruments financiers à terme

Dépôts de garantie	21 110 378,74
Marge à recevoir	8 342 821,69
Écart d'estimation sur contrat de swap	87 647 137,74
TOTAL	117 100 338,17

Dotations affectées au FRR à recevoir

	123 968 881,98
ACOSS Épargne Salariale	3 086 792,22
SCBCM MINEFE	116 778 317,25
Produits à recevoir au titre du prélèvement social de 2 % sur les produits de placement	78 367 041,34
Contribution sociale sur les revenus du patrimoine (rôles individuels et supplémentaires nov. & déc. 2010)	34 177 458,23
Prélèvement social sur les produits de placement	4 233 817,68
Caisse des dépôts et consignations	4 103 772,51
Participation des salariés du BTP	273 106,84
Consignations prescrites 2010	3 830 665,67

Valeurs mobilières

Variations de la valeur du portefeuille de valeurs mobilières

PORTFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2009

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation ⁽¹⁾	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	15 004 427 289,31	-275 915 554,73	-	14 728 511 734,58
Obligations	11 384 203 575,27	293 598 475,36	216 398 393,18	11 894 200 443,81
TCN	3 834 708 815,66	25 519 153,81	6 684 970,32	3 866 912 939,79
OPCVM	415 441 468,59	32 175 014,61	-	447 616 483,20
Capital investissement	271 022 568,65	-49 081 480,41	-	221 941 088,24
TOTAL	30 909 803 717,48	26 295 608,64	223 083 363,50	31 159 182 689,62

PORTFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2010

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation ⁽²⁾	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	10 234 059 336,47	609 534 579,95	-	10 843 593 916,42
Obligations	14 250 570 926,90	-72 405 746,60	252 418 787,36	14 430 583 967,66
TCN	3 072 783 053,49	-4 392 055,68	939 300,04	3 069 330 297,85
OPCVM	4 978 496 186,34	179 003 690,87	-	5 157 499 877,21
Capital investissement	412 821 309,86	-12 552 956,13	-	400 268 353,73
TOTAL	32 948 730 813,06	699 187 512,41	253 358 087,40	33 901 276 412,87

	31/12/2009	31/12/2010
Actions	14 728 511 734,58	10 843 593 916,42
Obligations	11 894 200 443,81	14 430 583 967,66
TCN	3 866 912 939,79	3 069 330 297,85
OPCVM	447 616 483,20	5 157 499 877,21
Capital investissement	221 941 088,24	400 268 353,73
TOTAL	31 159 182 689,62	33 901 276 412,87

1 et 2/ Écarts d'estimation avant répartition de la quote-part CNIEG.

Ventilation du portefeuille par maturité résiduelle

	31/12/2009	31/12/2010
< 3 mois	17,12 %	17,75 %
> 3 mois < 1 an	6,81 %	0,87 %
1 à 3 ans	11,62 %	11,29 %
3 à 5 ans	16,28 %	12,57 %
5 à 7 ans	9,21 %	10,09 %
7 à 10 ans	13,68 %	18,98 %
10 à 15 ans	10,44 %	16,46 %
> 15 ans	14,84 %	11,99 %
	100,00 %	100,00 %

Ventilation du portefeuille par nature de taux

	31/12/2009	31/12/2010
Taux fixe	79,34%	78,74%
Taux indexé	20,20%	20,90%
Taux variable	0,46%	0,36%
	100,00 %	100,00 %

Ventilation du portefeuille de valeurs mobilières par devise de cotation

Devise	Actions	Obligations	TCN	OPCVM ⁽³⁾	LP ⁽⁴⁾ et FCPR	Total
AUD	233 954 579,75	14 049 822,75	-	-	-	248 004 402,50
CAD	114 797 701,40	50 999 913,63	-	-	-	165 797 615,03
CHF	220 926 209,10	-	-	-	-	220 926 209,10
DKK	57 051 297,86	11 552 759,26	-	-	-	68 604 057,12
EUR	5 941 245 982,27	12 040 956 665,06	2 917 352 902,07	3 833 277 869,30	198 469 402,94	24 931 302 821,64
GBP	586 922 094,32	227 809 110,77	-	-	-	814 731 205,09
HKD	190 947 081,64	-	-	-	-	190 947 081,64
JPY	861 634 453,15	880 593 233,43	-	-	-	1 742 227 686,58
NOK	67 448 876,23	-	-	-	-	67 448 876,23
NZD	3 656 425,28	-	-	-	-	3 656 425,28
SEK	111 250 540,96	6 985 099,33	-	-	-	118 235 640,29
SGD	74 908 692,17	-	-	-	-	74 908 692,17
USD	2 378 849 982,29	1 197 637 363,43	149 064 721,97	1 324 222 007,91	201 798 950,79	5 251 573 026,39
TOTAL NET D'IPA⁽⁵⁾	10 843 593 916,42	14 430 583 967,66	3 066 417 624,04	5 157 499 877,21	400 268 353,73	33 898 363 739,06

IPA sur BTF	50 077,06
IPA sur Bons du Trésor étrangers	2 366 952,78
IPA sur certificats de dépôts	495 643,97
TOTAL IPA	2 912 673,81

TOTAL PORTE- FEUILLE	10 843 593 916,42	14 430 583 967,66	3 069 330 297,85	5 157 499 877,21	400 268 353,73	33 901 276 412,87
-------------------------------------	--------------------------	--------------------------	-------------------------	-------------------------	-----------------------	--------------------------

3/ Dont Exchange Traded Funds. 4/ Limited Partnership: Fonds d'investissement. 5/ IPA: Intérêts perçus d'avance.

Relevé détaillé des valeurs mobilières au 31 décembre 2010

VALEURS MOBILIÈRES	TOTAL NET D'IPA	IPA	TOTAL PORTEFEUILLE
Actions			
Européennes zone Euro	5 941 245 982,27	-	5 941 245 982,27
Européennes hors zone Euro	1 043 599 018,47	-	1 043 599 018,47
Amérique	2 493 647 683,69	-	2 493 647 683,69
Asie hors Japon	503 466 778,84	-	503 466 778,84
Japon	861 634 453,15	-	861 634 453,15
	10 843 593 916,42	-	10 843 593 916,42
Obligations			
Européennes zone Euro	12 040 956 665,06	-	12 040 956 665,06
Européennes hors zone Euro	246 346 969,36	-	246 346 969,36
Amérique	1 248 637 277,06	-	1 248 637 277,06
Asie hors Japon	14 049 822,75	-	14 049 822,75
Japon	880 593 233,43	-	880 593 233,43
	14 430 583 967,66	-	14 430 583 967,66
Titres de créances négociables			
Européens zone Euro	2 917 352 902,07	545 721,03	2 917 898 623,10
Amérique	149 064 721,97	2 366 952,78	151 431 674,75
	3 066 417 624,04	2 912 673,81	3 069 330 297,85
OPCVM			
Européens zone Euro	3 833 277 869,30	-	3 833 277 869,30
Européens hors zone Euro	0,00	-	0,00
Asie hors Japon	0,00	-	0,00
Amérique	1 324 222 007,91	-	1 324 222 007,91
	5 157 499 877,21	-	5 157 499 877,21
Fonds d'investissement			
Europe	198 469 402,94	-	198 469 402,94
Amérique	201 798 950,79	-	201 798 950,79
	400 268 353,73	-	400 268 353,73
TOTAL GÉNÉRAL	33 898 363 739,06	2 912 673,81	33 901 276 412,87

Fonds d'investissement

		Panthéon Ventures	Access Capital Partners	Antin Infrastructures	Total
Engagements à l'origine	EUR	550 000 000	300 000 000	50 000 000	900 000 000
Engagements à la date d'arrêté	EUR	306 000 000	250 000 000	50 000 000	606 000 000
Solde de l'exercice précédent	EUR	82 555 000	60 000 000	18 446 508 ⁽⁶⁾	161 001 508
Versements de la période (appels de fonds)	EUR	49 540 000	27 500 000	7 439 950	84 479 950
Reversement provisoire	EUR	-	-	-13 143 211 ⁽¹⁰⁾	-13 143 211
Solde à la date d'arrêté	EUR	132 095 000	87 500 000	12 743 247	232 338 247
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	113 469 549	72 509 294	12 490 560	198 469 403

		NBEL ⁽⁷⁾	Axa IM Private Equity Europe	Total	NBEL	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	USD	679 993 000	198 000 000	877 993 000 EUR ⁽⁸⁾	506 852 298	147 584 983	654 437 281
Engagements à la date d'arrêté	USD	280 711 144	198 000 000	478 711 144 EUR ⁽⁸⁾	209 236 108	147 584 983	356 821 091
Solde de l'exercice précédent	USD	99 678 358	57 965 474	157 643 832 EUR ⁽⁹⁾	69 749 935	40 271 124	110 021 059
Versements de la période (appels de fonds)	USD	42 097 491	56 072 823	98 170 314 EUR ⁽⁹⁾	31 725 431	44 001 703	75 727 134
Distribution d'avoirs	USD	-	-6 807 009	-6 807 009 EUR ⁽⁹⁾	-	-5 265 132	-5 265 132
Solde à la date d'arrêté	USD	141 775 849	107 231 288	249 007 137 EUR ⁽⁹⁾	101 475 366	79 007 695	180 483 061
Valorisation à la date d'arrêté	USD	155 703 097	115 019 354	270 722 451 EUR ⁽⁸⁾	116 057 764	85 741 187	201 798 951
Total engagements initiaux (EUR)							996 816 523
Total versements nets sur la période (EUR)							136 533 609
Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)							400 268 354

6/ Dont 256 508 € versés au titre de la prime de Commission et de la prime de Souscription conformément au règlement du fonds.

7/ Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brother Int. Europe.

8/ Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,7453787 à la date d'arrêté.

9/ Sur la base d'une parité \$ vs € en date d'opération.

10/ Dont 339 511 € versés au titre du remboursement de la prime de Souscription.

Disponibilités

DEVICES	TOTAL
AUD	26 731 560,56
CAD	11 769 095,51
CHF	36 396 266,00
DKK	2 013 642,18
EUR	2 456 918 232,80
GBP	58 296 405,97
HKD	4 691 300,82
NOK	1 346 008,76
NZD	47 098,32
SEK	7 851 514,08
SGD	500 781,46
USD	522 399 720,07
JPY	86 797 100,27
TOTAL	3 215 758 726,80

Compléments d'informations relatifs au passif

Évolution des capitaux permanents

CAPITAUX PROPRES	31/12/2009	Affectation résultat 2009	Résultat 2010	+	-	31/12/2010
Dotations	26 068 461 679,37	-	-	2 272 913 857,45	25 455 326 758,60	2 886 048 778,22
Réserves	4 078 228 303,87	-133 555 062,47	-	-	3 944 673 241,40	0,00
Écarts d'estimation	-39 770 653,51	-	-	726 734 707,80	-	686 964 054,29
Résultat de l'exercice	-133 555 062,47	133 555 062,47	603 069 148,26	-	-	603 069 148,26
Sous-total	29 973 364 267,26	0,00	603 069 148,26	2 999 648 565,25	29 400 000 000,00	4 176 081 980,77
DETTES LONG TERME	31/12/2009			+	-	31/12/2010
CNIEG	3 335 613 175,49	-	-	137 557 309,60	-	3 473 170 485,09
CADES + 1 an	-	-	-	27 300 000 000,00	-	27 300 000 000,00
Sous-total	3 335 613 175,49	-	-	27 437 557 309,60	-	30 773 170 485,09
TOTAL CAPITAUX PERMANENTS	33 308 977 442,75	0,00	603 069 148,26	30 437 205 874,85	29 400 000 000,00⁽¹¹⁾	34 949 252 465,86

Résultats des derniers exercices

	2007	2008	2009	31/12/2010
Résultats de l'exercice	2 724 542 270,38	- 2 559 487 942,20	- 133 555 062,47	603 069 148,26

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

11/ Affectation en dette long terme pour 27300000000€ et en dette court terme pour 2100000000€.

Dettes

Dotations affectées au FRR perçues d'avance

SCBCM MINEFE	78 651 774,50
<i>Produits constatés d'avance au titre du prélèvement social de 2 % sur les produits de placement</i>	<i>78 651 774,50</i>

Échéancier des dettes

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	dont 1 à 5 ans	dont plus de 5 ans
Dotations affectées au FRR perçues d'avance	78 651 774,50	78 651 774,50	0,00	0,00	0,00
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 473 170 485,09	0,00	3 473 170 485,09	0,00	3 473 170 485,09
Dettes CADES	29 400 000 000,00	2 100 000 000,00	27 300 000 000,00	8 400 000 000,00	18 900 000 000,00
Dettes d'exploitation	29 304 088,08	29 304 088,08	0,00	0,00	0,00
Dettes liées aux instruments financiers	59 014 668,81	59 014 668,81	0,00	0,00	0,00
Dettes liées aux opérations de change	8 499 727 564,73	8 499 727 564,73	0,00	0,00	0,00
Dettes liées aux instruments financiers à terme	83 777 284,05	83 777 284,05	0,00	0,00	0,00
TOTAL	41 623 645 865,26	10 850 475 380,17	30 773 170 485,09	8 400 000 000,00	22 373 170 485,09

Dettes liées à la gestion financière

DETTES	31/12/2010
liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	59 014 668,81
TOTAL	59 014 668,81
liées aux opérations de change	
Ventes à terme	7 813 496 182,86
Devises à livrer à terme	606 111 504,73
Devises à livrer au comptant	75 283 206,59
Report	4 836 670,55
TOTAL	8 499 727 564,73
liées aux instruments financiers à terme	
Collatéral swap	81 082 289,80
Marge à régler	2 694 994,25
TOTAL	83 777 284,05

Produits constatés d'avance

Les produits constatés d'avance s'élèvent à 2 912 673,81 €. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTE, CDN, Bons du Trésor étrangers).

Contribution exceptionnelle CNIEG

APPLICATION DE LA CONVENTION CNAV - FRR

Fonds propres au 31/12/2009	29 973 364 267,26	
Abondements 2010	2 272 913 857,45	
Soulte CNIEG au 31/12/2009	3 335 613 175,49	
	35 581 891 300,20	
Quote-part CNAV au 31/12/2010		9,37%

Abondements

Abondements cumulés au 31/12/09	26 068 461 679,37	2010
Abondements cumulés au 31/12/10 ⁽¹²⁾	28 341 375 536,82	2 272 913 857,45

Répartition au 31/12/2010

	31/12/2009	31/12/2010	à répartir
Charges d'exploitation	-	59 220 215,35	59 220 215,35
Résultat financier	-	724 671 924,13	724 671 924,13
Résultat exceptionnel	-	0,00	0,00
RÉSULTAT GLOBAL	-	665 451 708,78	665 451 708,78

Écart d'estimation Valeurs mobilières	75 377 089,05	711 740 468,54	636 363 379,49
Écart d'estimation Change	3 330 832,78	-2 395 876,38	-5 726 709,16
Écart d'estimation Change à terme	-230 068 686,10	-134 084 905,87	95 983 780,23
Écart d'estimation Dérivés	14 245 743,46	-22 397 489,63	- 36 643 233,09
Écart d'estimation Capital investissement	-49 081 480,41	-12 552 956,13	36 528 524,28
Écart d'estimation Swaps	12 243 422,61	87 647 137,74	75 403 715,13
ÉCART D'ESTIMATION TOTAL	-173 953 078,61	627 956 378,27	801 909 456,88

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	665 451 708,78
Pourcentage de répartition	9,37%

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV **62 382 560,52**

Ecart d'estimation	801 909 456,88
Pourcentage de répartition	9,37%

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV **75 174 749,07**

Récapitulation

Résultat financier et excep. moins charges de fonctionnement	62 382 560,52
Écart d'estimation	75 174 749,08
TOTAL	137 557 309,60

Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2009 **3 335 613 175,49**

CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2010 **3 473 170 485,09**

12/ Avant affectation à la dette CADES.

Compléments d'informations relatifs au compte de résultat

Charges d'exploitation

	MONTANT
Services extérieurs	57 876 568,90
Gestion administrative (Caisse des Dépôts)	23 899 855,25
Rémunération des sociétés d'investissement	29 488 828,66
Autres services extérieurs	4 487 884,99
<i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>3 190 045,33</i>
Impôts et taxes	87 225,74
Personnel	1 091 152,11
Amortissements	165 268,60
TOTAL	59 220 215,35

Tableau des effectifs directement rémunérés par le FRR

TABLEAU DES EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATÉGORIE

CATÉGORIE	CDI	CDD	INTÉRIM	AUTRES	TOTAL
Direction	2	-	-	-	2
Cadres	1	-	-	-	1
Employés	5	-	-	-	5
TOTAL	8	-	-	-	8
Autres ⁽¹³⁾	-	-	-	1	

Engagements hors bilan

CONTRATS DE CHANGE À TERME

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	239 005 627,94	3,11	2 231 553,69	0,37
CAD	170 600 383,58	2,22	19 878 828,89	3,28
CHF	226 972 998,45	2,95	5 209 821,93	0,86
DKK	70 963 805,28	0,92	5 899 589,25	0,97
GBP	801 771 851,66	10,43	18 451 305,73	3,04
HKD	217 062 717,48	2,82	42 552 166,02	7,02
JPY	1 654 528 723,48	21,53	57 939 825,77	9,56
NOK	61 996 826,51	0,81	0,00	0,00
NZD	5 187 184,99	0,07	2 140 286,79	0,35
SEK	113 708 822,18	1,48	404 521,86	0,07
SGD	66 496 045,34	0,87	131 358,50	0,02
USD	4 057 869 306,10	52,79	451 272 246,30	74,45
TOTAL	7 686 164 292,99	100,00	606 111 504,73	100,00

13/ Président du Conseil de Surveillance. Versement d'une indemnité.

TITRES ET ESPÈCES EN DEPOSIT AU 31/12/2010

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
FR0010235176	OATI 1% 25/07/17	20 000 000	21 203 489,22	22 192 994,12
FR0118786666	BTF 20/01/11	100 000 000	100 000 000,00	99 957 268,28
GB00BOLNX641	GILT 4.25% 07/03/11	35 000 000	41 620 449,42	41 684 675,18
US912795X894	USA TREASURY BILL 20/01/11	50 000 000	36 759 300,11	37 267 044,57
XS0294547285	ST GOBAIN 4,75% 11/04/17	1 250	1 217 958,83	1 343 208,56
			200 801 197,58	202 445 190,71

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	2 331 000,00	1 656 919,47	1 781 020,78
DG.AUD	DEPOSIT AUD	49 000,00	34 648,58	37 438,87
DG.CAD	DEPOSIT CAD	327 700,00	234 048,52	245 836,45
DG.EUR	DEPOSIT EUR	914 806,40	914 806,40	914 806,40
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 252 892,80	1 252 892,80	1 252 892,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	132 332,80	132 332,80	132 332,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	271 485,00	271 485,00	271 485,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	399 132,80	399 132,80	399 132,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	91 779,20	91 779,20	91 779,20
DG.EUR	DEPOSIT EUR	406 000,00	406 000,00	406 000,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	252 190,00	252 190,00	252 190,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	953 130,60	953 130,60	953 130,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	656 902,60	656 902,60	656 902,60
DG.GBP	DEPOSIT GBP	78 000,00	90 960,79	91 031,10
DG.HKD	DEPOSIT HKD	13 690 000,00	1 276 355,31	1 312 710,95
DG.HKD	DEPOSIT HKD	962 000,00	93 996,96	92 244,55
DG.JPY	DEPOSIT JPY	1 213 110 000,00	10 575 752,86	11 148 883,37
DG.JPY	DEPOSIT JPY	1 680 000,00	14 663,49	15 439,75
DG.USD	DEPOSIT USD	112 500,00	83 445,00	83 855,09
DG.USD	DEPOSIT USD	292 500,00	220 064,83	218 023,25
DG.USD	DEPOSIT USD	1 010 550,00	772 175,12	753 242,39
			20 383 683,13	21 110 378,75

TOTAL**221 184 880,71****223 555 569,46**

Autres engagements

ENGAGEMENTS HORS BILAN VALORISÉS SUR DÉRIVÉS

Futures sur change

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
EC0311	CHI FUTUR EUR/U 0311	USD	1,34	747 342 054,31
TOTAL				747 342 054,31

Futures sur indices

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
AP0311	SYD FUTURE SPI2 0311	AUD	4 730,00	30 086 529,65
AP0311	SYD FUTURE SPI2 0311	AUD	4 730,00	632 449,57
BXF0111	BEL FUTURE BEL2 0111	EUR	2 574,00	15 778 620,00
EMD0311	CHI FUTURE SPI4 0311	USD	905,30	43 119 163,69
ES0311	CHI FUTUR SPMIN 0311	USD	1 253,00	55 383 795,47
FCE0111	Mar CAC40 0111	EUR	3 809,50	107 123 140,00
FDAX0311	EUR FUTURE DAX 0311	EUR	6 927,00	141 830 325,00
FESX0311	EUR DJ EURO STO 0311	EUR	2 794,00	16 400 780,00
FESX0311	EUR DJ EURO STO 0311	EUR	2 794,00	235 534 200,00
FESX0311	EUR DJ EURO STO 0311	EUR	2 794,00	1 732 280,00
FESX0311	EUR DJ EURO STO 0311	EUR	2 794,00	5 224 780,00
FESX0311	EUR DJ EURO STO 0311	EUR	2 794,00	1 201 420,00
FTI0111	AEX FUTURE AEX 0111	EUR	354,80	32 996 400,00
GI0111	CHI FUTUR GOLDM 0111	USD	634,00	27 999 776,39
HSI0111	HKF HANG SENG I 0111	HKD	23 020,00	20 417 977,14
HSI0111	HKF HANG SENG I 0111	HKD	23 020,00	1 434 776,77
NQ0311	CHI NASDAQ 100 0311	USD	2 216,00	2 973 166,37
RTA0311	NY RUSSELL 200 0311	USD	782,30	31 429 613,90
SP0311	CHI SP500 0311	USD	1 253,00	1 167 449,31
SP0311	CHI SP500 0311	USD	1 253,00	3 035 368,22
TP0311	TOK TOPIX 0311	JPY	896,00	658 762,98
YM0311	CBO FUTURE DJ M 0311	USD	11 513,00	8 667 359,87
Z0311	LIF FTSE100 0311	GBP	5 893,00	1 788 154,29
TOTAL				786 616 288,61

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FSMI0311	EUR FUTURE SMI 0311	CHF	6 358,00	75 197 776,88
TP0311	TOK TOPIX 0311	JPY	896,00	330 287 290,81
Z0311	LIF FTSE100 0311	GBP	5 893,00	203 093 061,79
TOTAL				608 578 129,49

Futures sur taux**Position acheteuse**

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FBTP0311	EUR EURO BTP FU 0311	EUR	108,77	36 546 720,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	1 503 720,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	338 211 690,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	5 137 710,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	102 863 480,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	16 510 420,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	7 839 480,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	2 256 820,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	342 205 180,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	29 338 660,00
FGBS0311	EUR EURO SCHATZ 0311	EUR	109,01	7 630 350,00
FGBS0311	EUR EURO SCHATZ 0311	EUR	109,01	50 251 305,00
FGBS0311	EUR EURO SCHATZ 0311	EUR	109,01	255 616 725,00
FGBS0311	EUR EURO SCHATZ 0311	EUR	109,01	35 317 620,00
FGBX0311	EUR FUTURE EURO 0311	EUR	107,90	115 237 200,00
FV0311	CBO UST NOTE 5 0311	USD	117,72	8 599 014,24
FV0311	CBO UST NOTE 5 0311	USD	117,72	174 963 616,22
I0311	LIF 3MO EURO EU 0311	EUR	98,97	8 659 875,00
I0611	LIF 3MO EURO EU 0611	EUR	98,89	2 472 250,00
I1212	LIF 3MO EURO EU 1212	EUR	97,98	3 674 062,50
JGB0311	TOK JPN 10Y BON 0311	JPY	140,61	532 408 052,41
R0311	LIF GILT FUTURE 0311	GBP	119,49	102 776 600,34
SXF600311	MON FUTURE TSE6 0311	CAD	767,10	6 675 438,86
TU0311	CBO 2 Y US TRES 0311	USD	109,45	49 113 581,73
TU0311	CBO 2 Y US TRES 0311	USD	109,45	209 507 770,58
TY0311	CBO T NOTE US 1 0311	USD	120,44	127 565 360,40

2 572 882 702,28

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	61 527 210,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	59 647 560,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	30 700 950,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	25 062 000,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	9 147 630,00
FGBL0311	EUR EURO BUND F 0311	EUR	125,31	24 936 690,00
FGBM0311	EUR EURO BOBL F 0311	EUR	118,78	12 353 120,00
I0312	LIF 3MO EURO EU 0312	EUR	98,53	21 183 950,00
I0612	LIF 3MO EURO EU 0612	EUR	98,35	17 457 125,00
I0911	LIF 3MO EURO EU 0911	EUR	98,80	12 103 000,00
I0912	LIF 3MO EURO EU 0912	EUR	98,17	10 307 850,00
I1211	LIF 3MO EURO EU 1211	EUR	98,67	18 007 275,00
TY0311	CBO T NOTE US 1 0311	USD	120,44	27 918 949,39
US0311	CBO FUTURE BOND 0311	USD	122,13	7 919 555,01
TOTAL				338 272 864,40

ENGAGEMENTS HORS BILAN SUR SWAPS**Swaps Matières premières**

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Eng. nominal en €
SWAP524631	Swap Société Générale 4	USD	521 765 056,65
SWAP426605	Swap Crédit Suisse 5	USD	521 765 056,65
TOTAL			1 043 530 113,30

TITRES ET ESPÈCES EN GARANTIE (COLLATÉRAL) SWAPS

	Valeur Boursière en \$	Valeur Boursière en €
Titres en garantie	-	-
Espèces en garantie	108 780 000,00	81 082 289,80

Compléments d'information**COMMISSION DE SURPERFORMANCE. FRAIS VARIABLES**

L'évaluation à la date d'arrêté des commissions de surperformance payables au terme des mandats de gestion concernés s'élève à 19 965 457,64€.

Rapport général des commissaires aux comptes

Exercice clos le 31 décembre 2010

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 2010, 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 et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés 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 d'exercice professionnel 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 vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

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 :

Nos appréciations ont notamment porté sur le respect des principes et méthodes comptables applicables au Fonds, prévus par l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 du 5 juin 2008 du CNC.

La note I de l'annexe expose les dispositions introduites par l'article 9-II-2° de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011. Nous nous sommes assurés que leur traitement comptable est conforme aux principes comptables applicables au Fonds et que les informations communiquées en annexe permettent d'en apprécier l'incidence sur la situation financière du FRR et sur la présentation d'ensemble de ses comptes.

Dans le cadre de notre appréciation des règles et méthodes comptables relatives à l'évaluation des instruments financiers en portefeuille, nous avons vérifié le caractère approprié de ces règles et méthodes et des informations fournies dans les notes de l'annexe et nous nous sommes assurés de leur correcte application.

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 d'exercice professionnel 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 le rapport de gestion sur la situation financière et les comptes annuels.

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 27 avril 2011

Les Commissaires aux Comptes

Constantin Associés

Pascal Pincemin

Associé

Mazars

Pierre Masieri

Associé

Gilles Dunand-Roux

Associé

Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR⁽¹⁾ au 31 décembre 2010

ACTIONS MOYENNES ET GRANDES CAPITALISATIONS DE LA ZONE EURO – GESTION PASSIVE

Taille indicative du lot: 3 milliards d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- BlackRock International Limited
- CCR AM
- Vanguard Investments Europe SA

ACTIONS EUROPE PETITES CAPITALISATIONS – GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 600 millions d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- Allianz Global Investors France
(RCM, Francfort)
- Kempen Capital Management
- Montanaro Fund Managers
- Scottish Widows Investment Partners
- Threadneedle Asset Management

ACTIONS EUROPE MOYENNES ET GRANDES CAPITALISATIONS – GESTION À FAIBLE TRACKING ERROR

Taille indicative du lot: 2 milliards d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- State Street Global Advisors France SA
- Robeco Institutional Asset Management BV

ACTIONS EUROPE MOYENNES ET LARGES CAPITALISATIONS - GESTION ACTIVE SOCIALEMENT RESPONSABLE

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

- Allianz Global Investors France
- Aviva Investors
- Pictet Asset Management
- UFG Sarasin

ACTIONS MOYENNES ET LARGES CAPITALISATIONS ZONE AMÉRIQUE DU NORD, GESTION PASSIVE

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

- BlackRock International Limited
- Vanguard Investments Europe SA

ACTIONS ETATS-UNIS STYLE CROISSANCE – GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 800 millions d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- Allianz Global Investors France
(RCM Capital Management LLC)
- ING Investment Management SA

ACTIONS ETATS-UNIS STYLE VALEUR – GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 500 millions d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- Robeco Institutional Asset Management
(Robeco Investment Management, Boston)
- Wellington Management International
(Wellington Management Company, Boston)

ACTIONS JAPON TOUTES CAPITALISATIONS – GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 900 millions d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- Daiwa SB Investments Ltd
- DIAM International Ltd
- Fidelity Gestion SAS

ACTIONS ASIE-PACIFIQUE TOUTES CAPITALISATIONS – GESTION PASSIVE

Taille indicative du lot: 600 millions d'euros
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- BlackRock International Limited

OBLIGATIONS – SOUVERAINS ET CRÉDIT – DE LA ZONE EURO, GESTION ACTIVE

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

- AXA Investment Managers Paris
- Amundi AM*

OBLIGATIONS EN EUROS INDEXÉES SUR L'INFLATION

Taille indicative du lot: 4 milliards d'euros pour une durée de 5 ans⁽²⁾

- Axa IM
- BlackRock International Limited
- BNP Paribas Asset Management
- Amundi AM
- Natixis Asset Management
- Sinopia Asset Management (groupe HSBC)

OBLIGATIONS EN US DOLLARS CREDIT « INVESTMENT GRADE » - GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 1,5 milliard d'euros pour une durée de 5 ans⁽²⁾

- Axa IM
- BlackRock International Limited
- Conning AM
- Deutsche AM International
- Schroder IM

OBLIGATIONS EN EUROS CREDIT « INVESTMENT GRADE » - GESTION ACTIVE

Taille indicative du lot: 1 milliard d'euros pour une durée de 5 ans⁽²⁾

- Axa IM

- BNP Paribas Asset Management
- Halbis Capital Management (groupe HSBC)
- La Banque Postale AM
- Quoniam AM
- Standard Life Investment

CAPITAL INVESTISSEMENT

- Pantheon Ventures (Fonds européens diversifiés)
- Access Capital Partners (Fonds européens petites et moyennes capitalisations)
- Neuberger Investment Management (Fonds nord américains diversifiés)
- Axa private equity Europe (Rachats secondaires)

INDICES MATIÈRES PREMIÈRES

- BNP Paribas Asset Management

GESTION OVERLAY TACTIQUE ET COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

- State Street Global Advisors

MANDAT D'EXPOSITION GLOBALE

- Amundi AM

GESTIONNAIRES DE TRANSITION

- Goldman Sachs International
- Russell Implementation Services Limited (Groupe Franck Russell Company)

1/ Conformément au règlement de la consultation, il est rappelé que la notification du marché, qui seule engage le FRR, aura lieu après la phase de mise au point du marché avec chaque société de gestion dont l'offre a été retenue. 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.

* 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 indisponibilité d'un ou plusieurs titulaires d'un mandat du même lot.



Conception graphique



Impression Gibert-Clarey, imprimeur labellisé Imprim'vert

(charte pour la réduction de l'impact environnemental, la traçabilité et le traitement des déchets).

Papier certifié PEFC / 10-31-1073 (garantie d'une gestion durable des ressources forestières).

Photos © Stéphane De Bourgies - Caisse des Dépôts / Jean Marc Pettina



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