FONDS DE RESERVE
POUR LES RETRAITES

# RAPPORT ANNUEL 2009

INVESTIR AUJOURD'HUI POUR LES RETRAITES DE DEMAIN

FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

**RAPPORT ANNUEL 2009**

# Sommaire


| | |
|---|---|
| 02 | Message du Président du Conseil de surveillance et du Président du Directoire |
| 04 | Profil et chiffres clés |
| 05 | 2009, année du rebond |
| 21 | Juin 2009, adoption de la nouvelle allocation stratégique |
| 27 | Le FRR investisseur responsable |
| 31 | Gestion et maîtrise des risques |
| 33 | Organisation et coûts |
| 36 | Les instances dirigeantes |
| 38 | Organigramme |
| 39 | Les comptes 2009 |
| 40 | Bilan |
| 41 | Compte de résultat |
| 42 | Annexe aux comptes |
| 56 | Rapport général des commissaires aux comptes |
| 58 | Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR |

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

Au lendemain d'une année 2008 qui, du fait de la brutalité de la crise financière, avait effacé quatre années et demi de résultats positifs, le FRR a entrepris, comme cela était prévu, le réexamen des principaux axes de sa stratégie financière. Un travail technique très approfondi a été mené, qui a nourri les réflexions et débats riches de ses instances. La nouvelle allocation stratégique arrêtée au terme de ce processus en juin 2009 ne marque pas de rupture avec l'identité d'investisseur de long terme du FRR. N'ayant pas de contraintes de liquidité avant 2020 et pouvant de ce fait bénéficier du surcroît de performance attendu dans la durée des actifs plus volatils, comme les actions, le FRR a fait le choix de conserver une part significative d'actifs de performance, en considérant que les phénomènes de retour à la moyenne font partie des convictions qu'un investisseur de long terme peut raisonnablement tenir.

« C'est en situant son rôle dans une perspective de consolidation à long terme du système que la collectivité nationale tirera le meilleur parti du FRR. »

Ce choix essentiel qui avait déjà sous-tendu les positions prises à l'automne 2008, se trouve aujourd'hui validé par les résultats de 2009. Avec une performance financière de + 15% sur l'année, le FRR a effacé une partie très significative des moins-values constatées en 2008. Et sa performance annualisée depuis l'origine, très légèrement positive fin 2008 (+ 0,3 %), est remontée à + 2,8 %.

Le maintien de ce cap a été assorti de dispositions nouvelles de nature à permettre une gestion plus dynamique de l'allocation stratégique afin de l'adapter à des marchés qui restent très incertains : élargissement de la marge de fluctuation entourant le poids du référentiel (55 %) des actifs de performance (actions, immobilier, matières premières), pilotage trimestriel de l'exposition impliquant l'avis du Comité stratégie d'investissement, instance émanant du Conseil de surveillance et élargie à des expertises externes.

Le FRR a en outre pris en compte explicitement dans le profil de risques de son allocation d'actifs, l'impératif de restitution, sur la période 2020 - 2040, du capital réel qui lui a été confié par la collectivité.

**Raoul Briet**
*Président du Conseil de surveillance*

**Augustin de Romanet**
*Président du Directoire*

Le « rendez-vous 2010 » qui doit déboucher sur des mesures structurelles d'adaptation de notre système de retraites est l'occasion pour les pouvoirs publics de définir explicitement, au-delà des dispositions techniques mentionnées ci-dessus, ce que la collectivité attend du FRR. À savoir, la manière dont ce levier spécifique peut, dans les années à venir, compléter l'action sur les leviers structurels permanents d'équilibrage du système.

Ce débat s'ouvre dans un contexte où les besoins de financement immédiats des régimes de retraite ont été significativement accrus par la crise. Mais si cette dernière amplifie les difficultés économiques, elle n'a pas fait disparaître les enjeux démographiques de long terme et notamment l'impact qu'aura sur notre système le passage progressif à l'âge de la retraite – et ce jusque 2035 environ – des générations nombreuses issues du baby boom de l'après-guerre. Et c'est incontestablement en situant clairement le rôle du FRR dans une perspective de consolidation à long terme du système que la collectivité nationale tirera le meilleur parti de cet outil au service des générations futures.

# Profil et chiffres clés

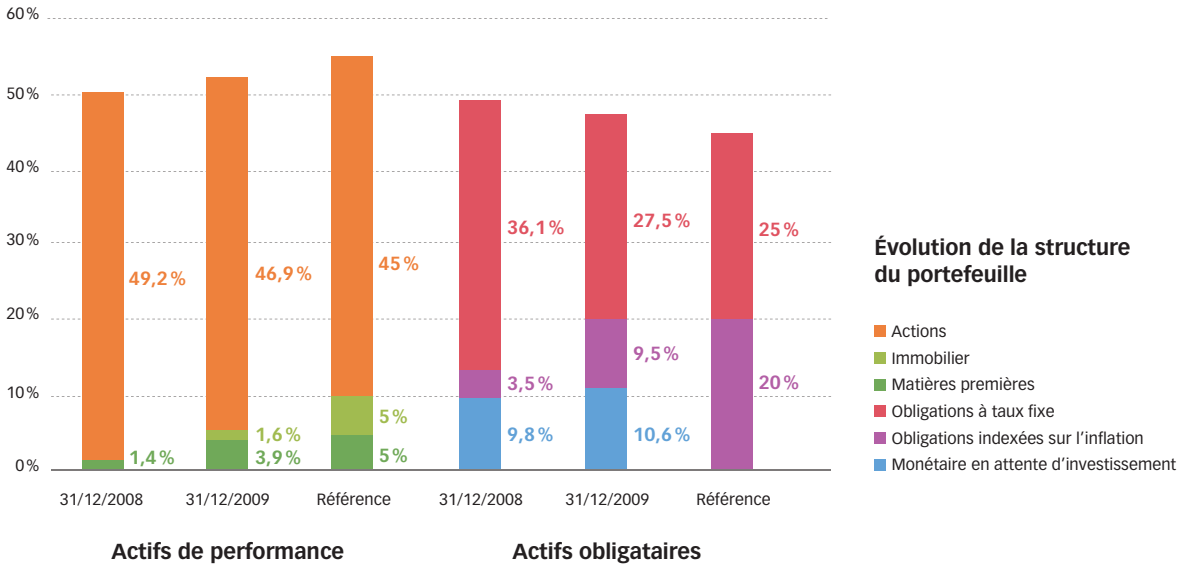
Mis en place au début des années 2000, le FRR (Fonds de réserve pour les retraites) est un établissement public au service de la pérennité du système français de retraites. Grâce à une gestion optimale des ressources que lui confie la collectivité nationale, il a pour rôle de couvrir, à compter de 2020,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

**29,1 Mds €**
**Montant au 31/12/2009 des capitaux** confiés au FRR par la collectivité nationale

**33,3 Mds €**
**Montant au 31/12/2009 des actifs** du FRR

**+2,8 %**
**Performance annualisée de l'actif** depuis l'origine

**+15 %**
**Performance 2009**




Le rapport annuel 2009 du FRR est également disponible sur le site **www.fondsdereserve.fr**

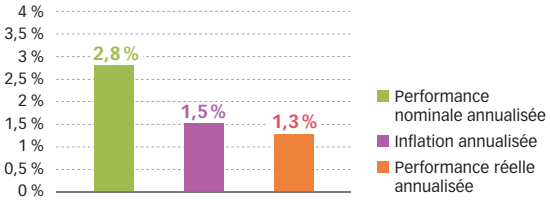
# 2009, année du rebond

La forte reprise des marchés a permis au FRR de se redresser rapidement en 2009. L'actif net du Fonds s'établit au 31 décembre 2009 à 33,3 Mds €, scellant ainsi une performance de +15% sur l'année. Cet accroissement résulte de l'ensemble des classes d'actifs qui ont toutes enregistré une évolution positive, qu'il s'agisse des actions, des obligations ou des matières premières, marquant une année exceptionnelle où l'afflux de liquidité et la réduction de l'aversion au risque ont porté les marchés financiers.

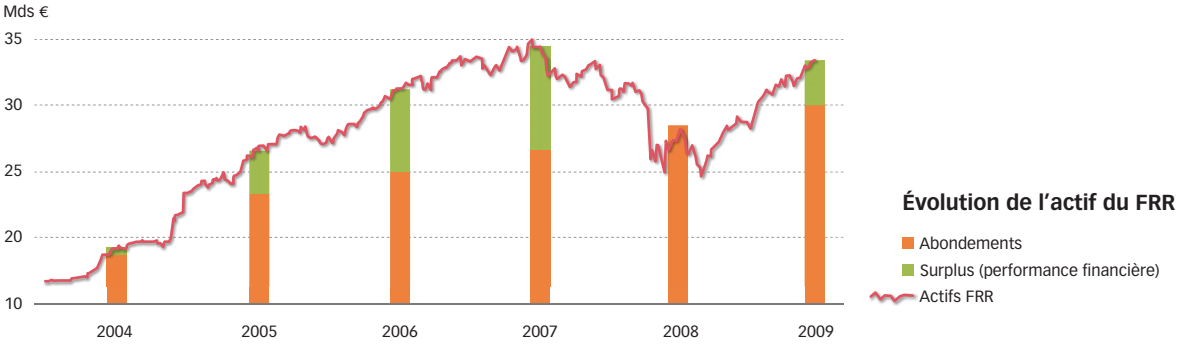
## Une performance de 15% en 2009

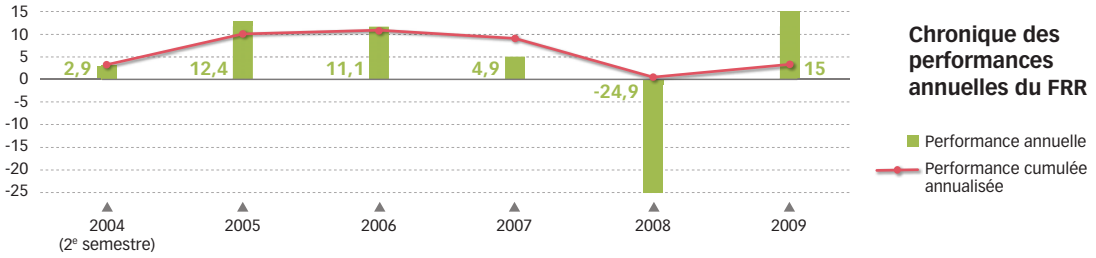
Faisant suite à une perte de 25% en 2008, le rebond de 15% en 2009 permet au FRR de récupérer une part très significative de la dépréciation enregistrée lors de la crise. L'actif net se situe en fin d'année un peu plus confortablement au-dessus du cumul des abondements revalorisés de l'inflation (soit 32,1 Mds €). La crise a aussi eu un retentissement direct sur les abondements reçus en 2009. Ceux-ci se sont limités à 1,4 Md € en 2009, contre 1,9 Md € en 2008.

**Performance du FRR depuis sa création au 31/12/2009**




La performance annualisée depuis le début de la gestion continue son redressement, pour s'établir à +2,8% par an depuis juin 2004. En termes réels (corrigée d'une inflation moyenne de 1,5% sur la période), elle s'établit à 1,3%, ce qui reste encore éloigné de l'espérance de rendement réel du FRR sur moyenne période (4,3% dans l'allocation stratégique).






## Une année exceptionnelle sur les marchés d'actifs risqués

Après un début d'année chaotique, les marchés financiers ont rebondi de manière vigoureuse, sous l'effet conjoint de la normalisation des conditions de liquidité, d'un reflux de la perception du risque et du rebond de l'activité économique.

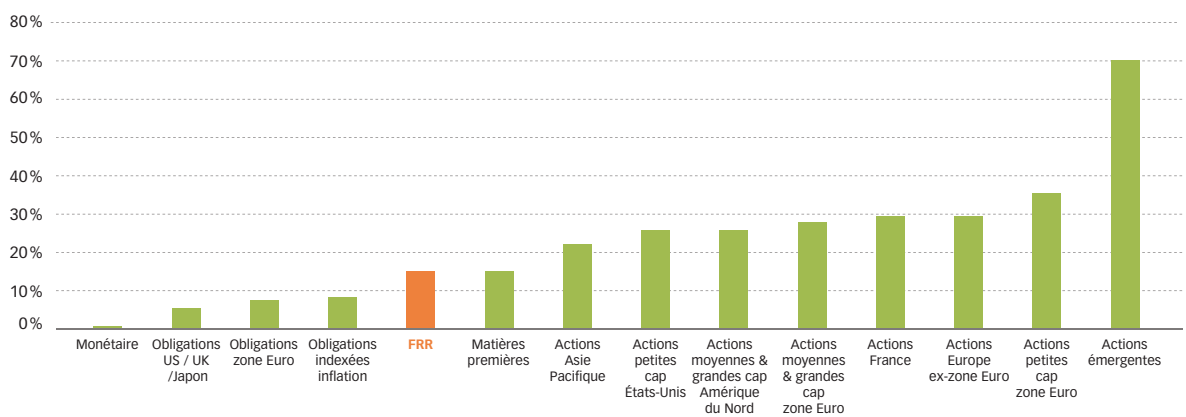
Le soutien massif des banques centrales a permis une normalisation des conditions de financement de court terme des banques. Par ailleurs, la volonté affichée des autorités monétaires d'accompagner jusqu'au bout la reprise a stabilisé puis soutenu l'ensemble des marchés financiers en maintenant les taux d'intérêt à des niveaux durablement bas.

Conjointement, l'effort significatif des autorités publiques sur deux fronts – le renflouement d'entreprises financières et la mise en place de multiples plans de relance budgétaires – a fini par laisser entrevoir qu'une stabilisation macroéconomique était possible, levant ainsi, au moins partiellement, la crainte du risque déflationniste.

Depuis le printemps 2009, la reprise économique s'est enclenchée. L'immobilier américain s'est stabilisé, la croissance économique des pays émergents d'Asie s'est à peine infléchie et les résultats des entreprises se sont révélés rassurants. La reprise cyclique globale s'est amplifiée au deuxième semestre, notamment dans le secteur industriel.

En conséquence, l'ensemble des grandes classes d'actifs du FRR a enregistré une performance positive sur l'année 2009 et tout particulièrement les actifs les plus risqués. Les marchés actions ont très nettement rebondi depuis le mois de mars – l'indice MSCI Monde *Total Return* en devises locales progresse de 30 % sur l'année. Le marché du crédit enregistre lui aussi des performances historiques grâce au rétrécissement considérable des écarts de taux – l'indice de crédit européen IBOXX Euro *Total Return All Corporate* augmentant de 28,4 % sur l'année. Les matières premières ont progressé quant à elles de 13,2 %.

**Performances du 31/12/2008 au 31/12/2009**



En miroir de la phase de crise, les performances des actifs les plus risqués ou des actifs qui avaient été sacrifiés pendant cette période ont été les plus significatives ainsi que l'illustrent les hausses de 72,5 % des actions émergentes[1] ou de 89,3 % des financières de la zone Euro[2] et la progression de 65,5 % du crédit à haut rendement européen.

Cet environnement aura été moins favorable aux marchés obligataires souverains. Les taux avaient atteint des niveaux historiquement bas au plus fort de la crise, sous l'effet conjoint de la fuite vers la qualité et des injections massives de liquidité. Ce mouvement s'est inversé avec les perspectives de reprise économique et la dégradation rapide des finances publiques. Mais il est resté d'ampleur limité, les taux d'intérêt conservant des niveaux relativement bas, de l'ordre de 3,7 % sur le taux 10 ans américain et 3,2 % sur le taux 10 ans de la zone Euro.

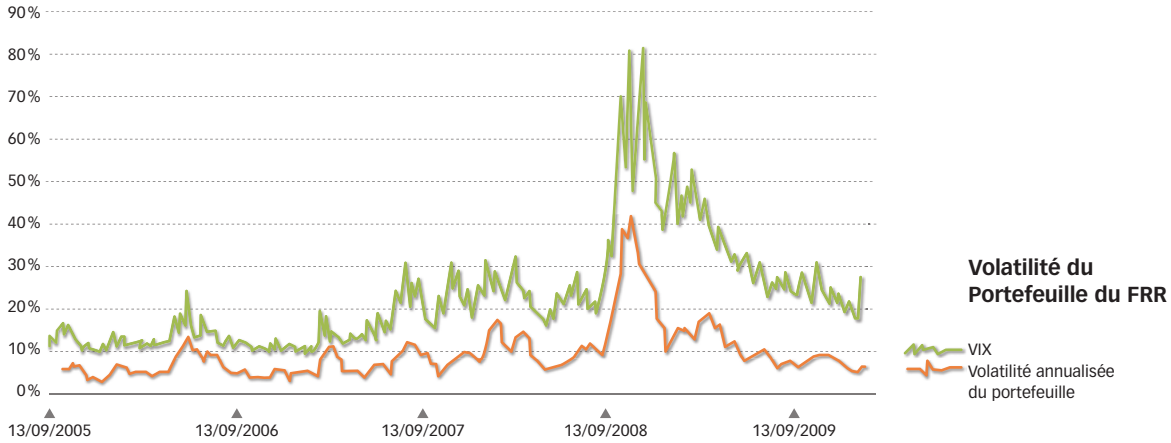
*1/ MSCI Emerging Markets Total Return en devises locales*
*2/ MSCI Financials Euro*

**Évolution de la poche «actifs de performance»**

Actions
Immobilier
Matières premières

**Évolution de la poche obligataire**

Obligations indexées
Obligations nominales
Liquidités




« La diminution de la volatilité constatée ne doit cependant pas laisser supposer que les risques ont disparu pour les trimestres qui viennent. »

## Une amélioration progressive des indicateurs de risque

La normalisation des marchés s'est aussi manifestée par une diminution progressive des niveaux de volatilité des actifs les plus risqués.

Cette modération a conduit à une détente des indicateurs de **risque de court terme** du FRR. La volatilité constatée du portefeuille du FRR est repassée bien en-deçà de 10 % à partir du milieu de l'année, sous l'effet de la baisse de la volatilité des marchés actions et de la réduction du poids des actifs risqués consécutive à la révision de l'allocation stratégique. Cette normalisation ne doit cependant pas laisser supposer que les risques ont disparu pour les trimestres qui viennent.

En ce qui concerne les **risques de long terme**, ceux-ci sont appréhendés par la capacité estimée du FRR à faire face à ses passifs de long terme (restituer au moins les abondements reçus revalorisés de l'inflation entre 2020 et 2040). Plus précisément, l'indicateur de risque de long terme est apprécié par la valeur résiduelle du FRR en 2040 – une fois l'ensemble des passifs réglés – dans les 5 % des cas les plus défavorables. Cette métrique s'est légèrement améliorée durant le deuxième semestre de l'année 2009. Pour l'allocation du FRR à la fin 2009, elle est estimée à un surplus résiduel de l'ordre de 6 Mds € constants (11 Mds € d'euros nominaux), soit donc un léger gain par rapport à la situation enregistrée en juin où le surplus était de 4 Mds € constants environ (7,5 Mds € nominaux).

Cette amélioration résulte notamment du rebond du FRR en 2009 qui permet de rattraper une partie du retard subi en 2008. Si elle devait s'amplifier dans les trimestres qui viennent, elle pourrait permettre de monter le poids des actifs de performance dans le portefeuille – ou de manière concurrente de cristalliser un niveau de passif plus élevé que ce qui avait été décidé en juin 2009. Ces aspects seront examinés spécifiquement lors de la revue annuelle de l'allocation stratégique prévue en 2010.

**Déformation des poids des deux classes d'actifs au 31/12/2009**

## Une allocation progressivement moins défensive

### Gestion dynamique de l'allocation stratégique

L'allocation d'actifs à son niveau le plus global a connu deux phases distinctes.

La première moitié de l'année a été marquée par une orientation prudente résultant, d'une part, de la décision du Conseil de surveillance de la fin novembre 2008 de laisser dériver les actifs (sans rebalancement mensuel sur les poids de l'allocation stratégique) et de ne pas investir les abondements reçus ; d'autre part, de la diminution de l'exposition aux marchés actions intervenue en mai 2009.

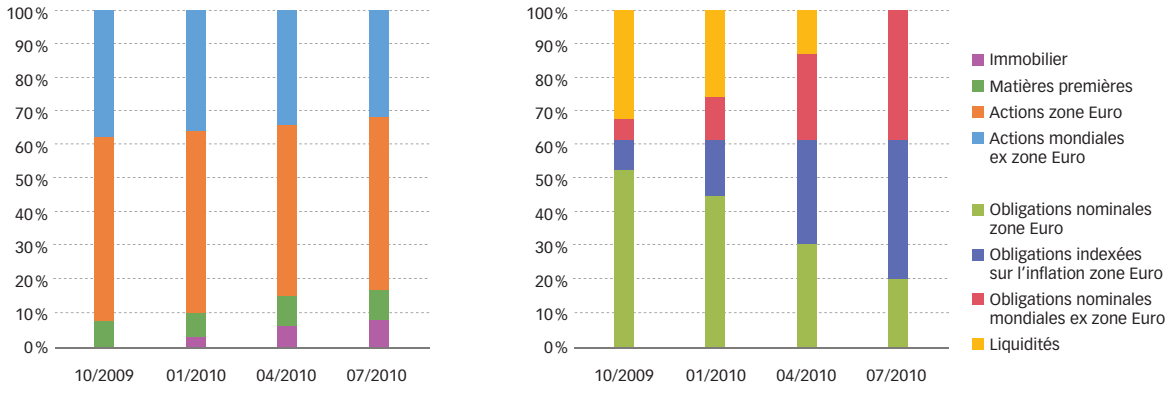
Le poids des actifs de performance (actions cotés, capital investissement, immobilier, matières premières) dans le portefeuille du FRR a ainsi progressivement décliné pour s'établir à environ 48 % à la fin du mois de juin 2009.

Les évolutions enregistrées depuis le 1er juillet 2009 ont été le reflet des décisions prises à la suite des avis du nouveau Comité stratégie d'investissement (CSI), qui s'est réuni trois fois.

Au 31 décembre 2009, sous l'effet de la bonne tenue des marchés actions, la part du portefeuille du FRR consacrée aux actifs de performance représentait 52,5 % du total.

« Les décisions prises ont permis d'accompagner la moindre volatilité des marchés financiers, en particulier au troisième trimestre, sous l'effet de la très forte progression des résultats des entreprises grâce aux effets de leurs actions de maîtrise des coûts. »

**Montée en charge théorique**




**Poche «actifs de performance»**

**Poche obligataire**

## Montée en charge sur les nouveaux actifs

En parallèle, le Directoire a entamé depuis l'été 2009 la mise en cohérence de la structure du portefeuille du FRR avec celle retenue dans la nouvelle allocation stratégique. Rappelons qu'il s'agit essentiellement de deux mouvements au niveau des macro-classes d'actifs :

- Dans la poche obligataire, augmenter la part des obligations indexées sur l'inflation aux dépens des liquidités ;
- Dans la poche « actifs de performance », augmenter la part de l'immobilier (et plus marginalement des matières premières) aux dépens des actions.

**Répartition des actifs du portefeuille au 31/12/2009**

| | | |
|---|---|---|
| **ACTIFS DE PERFORMANCE 52,5 %** | **ACTIONS** | **47,0 %** |
| | *Actions zone Euro* | *27,5 %* |
| | *Actions internationales* | *18,8 %* |
| | *Capital investissement* | *0,6 %* |
| | *Infrastructures* | *0,1 %* |
| | **MATIÈRES PREMIÈRES** | **3,9 %** |
| | **IMMOBILIER** | **1,6 %** |
| **ACTIFS OBLIGATAIRES 47,5 %** | **OBLIGATIONS** | **36,9 %** |
| | *Obligations européennes* | *23,5 %* |
| | *Obligations internationales* | *3,3 %* |
| | *Obligations indexées Euro* | *10,1 %* |
| | **LIQUIDITÉS** | **10,6 %** |

À la fin de l'année 2009, le portefeuille effectif du FRR est en ligne avec la trajectoire de montée en charge. Dans la poche obligataire, le Fonds a procédé à l'achat d'obligations indexées financé par une baisse de l'exposition économique aux actifs monétaires, qui ne représentent plus que 11,5 % du portefeuille, après avoir connu un pic à près de 20 % durant l'été.

Dans la poche «actifs de performance», le FRR a procédé à l'achat d'actifs immobiliers cotés (titres de sociétés foncières cotées), financée par la vente d'actions. La répartition du portefeuille au 31 décembre 2009 est détaillée dans le tableau page 10. Elle montre que la poche «actifs de performance» commence à être davantage diversifiée, avec un poids plus important des actifs immobiliers et des matières premières. Du côté de la poche obligataire, les obligations indexées représentent désormais 10,1 % de l'actif net du FRR.

Ces mouvements vont se poursuivre dans les mois qui viennent. Le Directoire ne s'interdira pas d'optimiser le trajet si les points d'entrée ne semblent pas adéquats.

| | CONTRIBUTION DE LA GESTION DÉLÉGUÉE SUR ACTIFS COTÉS À LA PERFORMANCE RELATIVE GLOBALE |
|---|---|
| Actions | **0,83 %** |
| Obligations | **- 0,07 %** |
| Matières premières | **0,03 %** |
| Change actif | **- 0,09 %** |
| **Performance relative globale** | **0,70 %** |

## La mise en œuvre de l'allocation et l'apport des gestions déléguées

La mise en œuvre effective des investissements est guidée par l'allocation stratégique retenue par le Conseil de surveillance mais s'en écarte régulièrement pour plusieurs raisons : les rebalancements ne peuvent pas être immédiats, ils dépendent de la liquidité des marchés ; les véhicules supportant les investissements ne sont pas à tout moment disponibles (les mandats font l'objet d'appels d'offres publics) et doivent donc être supplées par des instruments « approchants » mais différents. Le Directoire gère au mieux cette « montée en charge » qui consiste en la mise en œuvre progressive de l'allocation par les instruments les plus efficaces. Par construction, cet écart génère une friction qui est estimée à 0,16 % de performance pour le FRR en 2009.

La montée en charge peut également parfois être ralentie ou modifiée pour prendre en compte le contexte de marché. Ainsi, la décision de laisser le poids des actifs de performance baisser lors de la chute des marchés au premier semestre visait à diminuer le risque porté par le FRR.

Enfin, les gestions actives ont vocation à améliorer la performance globale de manière modeste mais significative en s'écartant de leurs indices de référence.

La gestion déléguée sur actifs cotés a enregistré une très bonne année avec une contribution à la surperformance nette de frais de gestion de 0,70 % (à comparer à environ 0,27 % net en 2008 y compris performance de transition).

Ce sont les gestions actions qui ont permis d'atteindre ce résultat avec une contribution positive de 0,83 % alors que les gestions de taux ont enregistré une contribution légèrement négative de - 0,07 %. Les gestionnaires obligataires ont montré des performances volatiles avec un premier semestre fortement négatif suivi d'un rebond en deuxième partie d'année. Comme toujours, ces chiffres dissimulent

d'importantes disparités en matière de performances relatives au sein des mandats : celles-ci se sont échelonnées entre -8 % et +10,4 %. Par ailleurs, en ramenant les performances à l'échelle globale des mandats de gestion, les trois meilleurs contributeurs ont généré +0,64 % contre -0,25 % pour les trois moins performants.

Pour leur part, les actifs non cotés, limités en 2009 au capital investissement, ont enregistré une contribution négative de -0,24 % liée à l'impact de la courbe en J, telle qu'attendu les premières années sur ce type d'investissement.

## Évolution des mandats sur l'année 2009

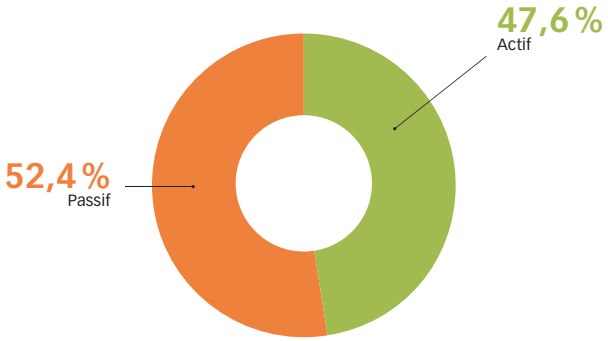
Le portefeuille du FRR se compose, d'une part, de mandats indiciels de montant unitaire important, et d'autre part, de mandats de gestion active concentrés sur des segments de marché délivrant un alpha persistant et adapté au profil d'un investisseur de long terme.

Cette approche *core-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. Elle a été renforcée en cours d'année 2009 avec une mise en œuvre plus large et diversifiée de la gestion passive sur les segments de marché les plus matures et les mieux arbitrés tant sur les actions que sur les obligations.

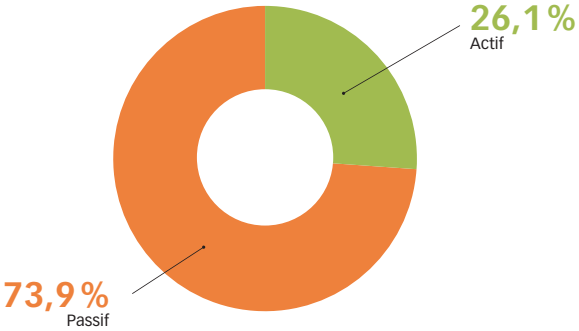
Au cours du premier trimestre 2009, des investissements ont été réalisés, d'une part, sur une gestion à faible *tracking-error* (dite gestion *enhanced*) sur les actions moyennes et grandes capitalisations européennes, et d'autre part, sur une gestion passive (indice fondamental sur les grandes et moyennes capitalisations de la zone Euro).

**Répartition du portefeuille* au 31/12/2009**

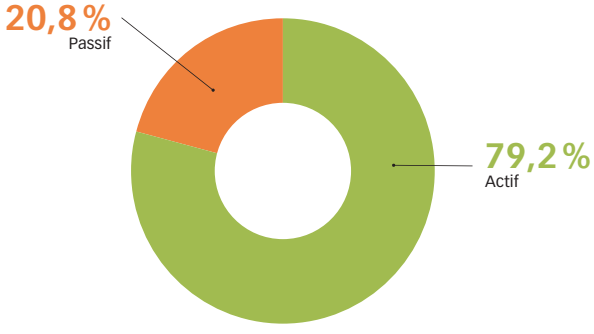
***hors gestion transversale, hors trésorerie. Matières premières, capital investissement et immobilier inclus.**




**Répartition du portefeuille actions (hors gestion transversale) au 31/12/2009**




**Répartition du portefeuille taux (hors gestion transversale) au 31/12/2009**



En parallèle, la gestion active a été concentrée sur les petites capitalisations européennes, le Japon et les États-Unis où les appels d'offres initiés fin 2008 ont abouti en cours d'année à la sélection de gestionnaires mettant en œuvre une gestion active à forte *tracking-error*.

Le FRR a également renouvelé une partie de ses mandats investis en produits de taux en accentuant sensiblement le poids alloué aux obligations indexées sur l'inflation. Ce mouvement, initié en cours d'année et qui sera poursuivi sur 2010, est la conséquence directe des choix opérés en juin 2009 lors du renouvellement de l'allocation stratégique du Fonds.

S'agissant des obligations de la zone Euro, des procédures de sélection ont été initiées sur une gestion à faible *tracking-error* d'obligations indexées sur l'inflation et sur une gestion active d'émissions de crédit de la catégorie « Investissement ».

S'agissant des obligations internationales, le FRR a lancé deux appels d'offres de gestion active : d'une part sur des émissions de crédit des États-Unis (catégorie « Investisse-

## L'ALIGNEMENT D'INTÉRÊTS AVEC LES GÉRANTS

Le FRR a entamé depuis plusieurs années une réflexion sur la concordance des intérêts entre un investisseur institutionnel et ses sociétés de gestion. Ces réflexions portent sur l'alignement des intérêts financiers autant qu'extra-financiers, ces derniers pouvant être définis comme le respect d'« un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré » (délibération du Conseil de surveillance de 2003, réaffirmée en 2006 et 2009). Pour parvenir à cet alignement d'intérêts, le FRR s'assure, tant au cours de la phase de sélection que lors du suivi des mandats que les sociétés de gestion retenues respectent trois critères :

- l'intégrité, mesurée par des indicateurs de bonnes pratiques du métier de la gestion d'actifs : déontologie, indépendance, bonne gouvernance, transparence, absence de conflit d'intérêt ;
- la compréhension de l'identité d'investisseur responsable du FRR et de sa stratégie pluriannuelle dans ce domaine ;
- la capacité à mobiliser des moyens afin de prendre en compte les intérêts extra-financiers du FRR et de respecter les dispositions du mandat.

En ce qui concerne la prise en compte des intérêts financiers, une politique de frais de gestion comportant un élément variable (commission de surperformance) a été développée dès les premiers appels d'offres pour les mandats de gestion active. Elle a été systématisée et approfondie lors du renouvellement des mandats portant sur la gestion active en actions, puis lors de la sélection de nouveaux mandats de produits de taux (crédit et emprunts d'État), selon deux axes :

- La commission de surperformance n'est payée qu'à la fin du mandat, si la performance relative nette des frais fixes est positive (cas des mandats actions) ;
- Les frais de gestion fixes sont destinés à rémunérer l'objectif de performance relative affiché par le gérant. Si ce dernier n'atteint pas ses objectifs, les frais sont abaissés jusqu'à une commission plancher déterminée par le FRR. Si le gérant dépasse ses objectifs de surperformance, une partie de ce dépassement lui est attribuée (cas des mandats de produits de taux).

## LE MANDAT D'EXPOSITION GLOBALE

En 2009, le FRR s'est doté d'un outil complémentaire d'exposition multi-classes d'actifs baptisé «mandat d'exposition globale ». Ce mandat constitue une solution de repli permettant d'assurer la continuité de l'exposition du FRR à son allocation stratégique. Les missions confiées à ce mandat sont les suivantes :

- Un rôle de *stand-by* (mandat de réserve) des autres mandats : reprise de la gestion des actifs, sous un mode essentiellement passif, en cas de défaillance ou d'arrivée à échéance d'un mandat ;
- Un rôle de complément de l'exposition : mise en œuvre de l'exposition du portefeuille du FRR (mode de gestion passif) sur certains segments de marchés prévus dans l'allocation stratégique mais non encore investis.

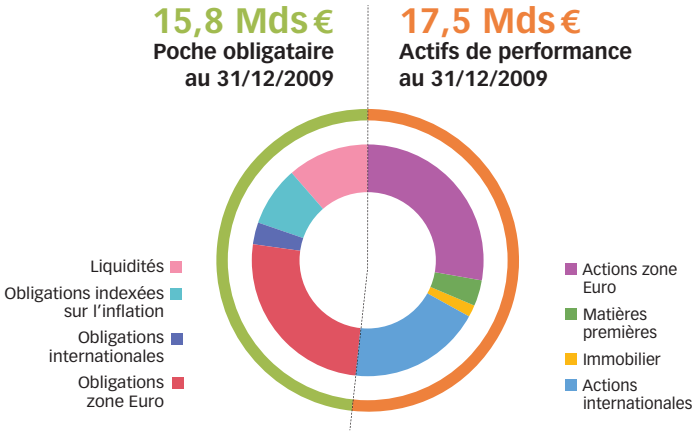
Attribué à la société Amundi, ce mandat a été activé en octobre 2009 pour accélérer la montée en charge sur les obligations indexées et l'immobilier coté.

ment») et d'autre part sur un univers mondial d'emprunts d'États des pays développés.

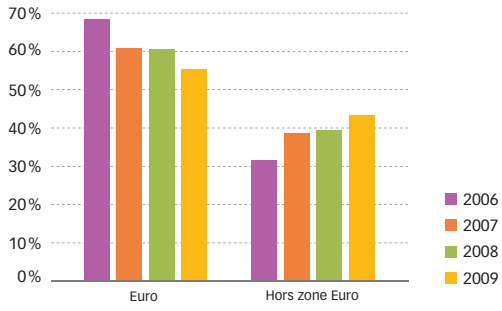
L'année 2009 a vu également l'aboutissement de l'appel d'offres visant à remplacer, au terme de son mandat, le courtier de transition initialement retenu. La mission des deux nouveaux prestataires sélectionnés consiste à négocier, pour le compte du FRR, des instruments financiers de manière centralisée, afin de constituer des portefeuilles d'actifs financiers, et ce dans les meilleures conditions possibles de coût et de confidentialité.

Le FRR s'est doté d'un nouveau véhicule d'investissement, dénommé «mandat d'exposition globale», qui lui permet de compléter son exposition sur une variété de classes d'actifs, et ce selon une approche indicielle (voir encadré).

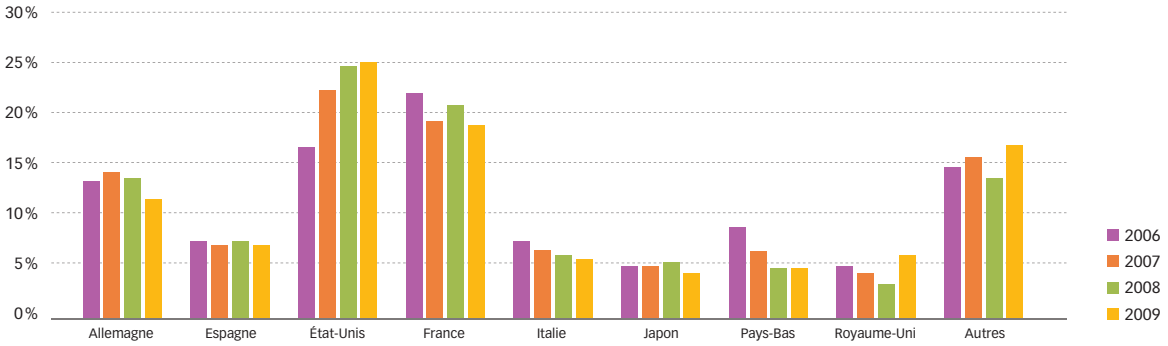
Enfin, dans le cadre des actifs de diversification, de nouveaux investissements ont été initiés cette année sur des fonds collectifs de dettes des pays émergents, sur un fonds d'infrastructures européennes ainsi que sur de l'immobilier coté mondial.




**Composition des actifs des deux poches au 31/12/2009**




**Évolution de la répartition géographique des actions**




**Évolution de la répartition géographique des actions**

## Structure détaillée du portefeuille

Au 31 décembre 2009, le portefeuille du FRR se répartissait de la façon suivante :

- La poche «actifs de performance», regroupant les actions, le capital investissement et les actifs dits diversifiants (matières premières, immobilier et infrastructures), représentait 17,5 Mds €.
- La poche obligataire, regroupant les produits de taux et la trésorerie du FRR, représentait 15,8 Mds €.

### Les «actifs de performance» :

#### Les actions cotées

Au 31 décembre 2009, la valeur boursière du portefeuille actions s'élevait à 15,6 Mds €.

L'évolution de ces quatre dernières années montre un poids relatif de la zone Euro toujours prépondérant mais qui a diminué au profit de l'international (cette zone représentait plus de 40 % en 2009 et moins de 20 % en 2005).

Le poids de la France (environ 19 % du total des actions), supérieur au poids relatif du pays dans la capitalisation mondiale, résulte principalement de la surexposition délibérée de l'allocation stratégique actions du FRR sur la zone Euro et de la surpondération en faveur des valeurs françaises opérées par la plupart des gestionnaires de fonds mandatés sur cette zone.

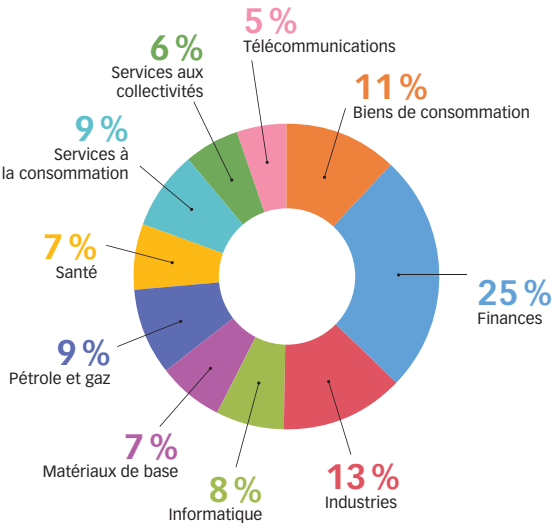
## L'INVESTISSEMENT EN MATIÈRES PREMIÈRES

**La revue de l'allocation stratégique en juin 2009 a porté le poids des investissements en matières premières de 3 % à 5 % du portefeuille global du FRR. Cette décision trouve sa justification, d'une part, dans la recherche d'une protection du portefeuille du Fonds contre les risques de hausse non anticipée de l'inflation et, d'autre part, dans la diversification des actifs (décorrélation des rendements) ainsi obtenue par la contribution des matières premières.**

**Le mode d'exposition retenu en 2006 reste un contrat d'échange (*SWAP*) sur un indice de la gamme GSCI, qui exclut l'ensemble des matières premières agricoles et alimentaires, le SPGSCI – EM, Standard & Poors Goldman Sachs Commodity Index – Energy and Metals.**

**Après un démarrage sur des points d'entrée au plus bas de l'année en décembre 2008, les investissements ont été poursuivis en janvier 2009 (à hauteur de 550 MUSD) et complétés en octobre 2009 (pour un montant de 450 MUSD), portant le total des encours à 3,9 % du portefeuille du FRR au 31 décembre 2009.**

**La montée en charge vers l'allocation cible de 5 % devrait être effectuée au cours du premier trimestre 2010.**




**Répartition sectorielle des actions au 31/12/2009**

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

Cette répartition restait proche, aux paris tactiques implémentés par les gestionnaires près, de celles des indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat.

**En termes de taille d'entreprises investies**, les encours investis dans les mandats de petites et moyennes capitalisations représentent près de 10 % des actions détenues en portefeuille. L'exposition à ce segment a été renforcée en cours d'année par la clôture de l'appel d'offres lancé sur les petites capitalisations européennes pour lequel 5 mandats de gestion ont été attribués.

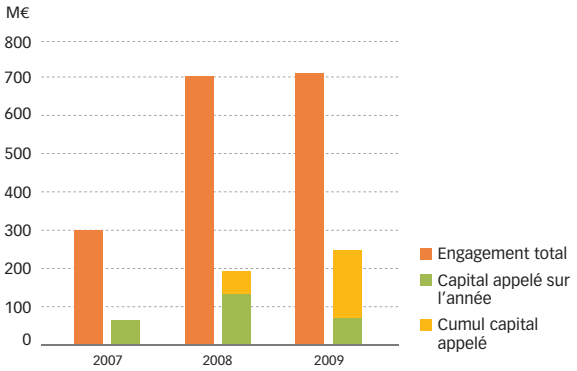
« Le FRR a investi sur des foncières cotées qui permettent une exposition immédiate à la classe d'actifs en attendant la montée en charge sur l'immobilier non coté. »

## L'immobilier

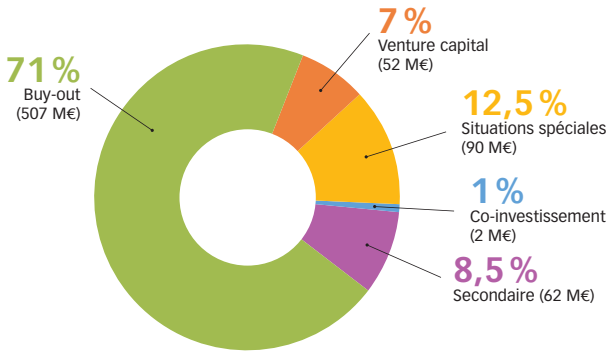
L'allocation stratégique du FRR alloue une quote-part de 5 % aux actifs immobiliers. Le FRR met en œuvre cette allocation à travers des investissements non cotés et des véhicules cotés.

En 2009, le FRR a lancé un appel d'offres pour désigner deux gérants immobiliers chargés de gérer deux fonds dédiés paneuropéens d'immobilier non coté. Cette procédure devrait permettre une mise en route des véhicules courant 2010. La stratégie retenue consiste à prendre position sur des investissements professionnels diversifiés de la zone Europe dans une démarche usuellement dénommée *Core+* à *Value-added*.

En parallèle, le FRR a investi sur des foncières cotées avec deux objectifs. D'une part, une exposition cotée est beaucoup plus rapide que l'exposition à l'immobilier direct et permet ainsi une exposition immédiate à la classe d'actifs en attendant la montée en charge sur le non coté. D'autre part, cette exposition améliore la diversification dans la mesure où elle vise tous les secteurs et où tous les pays sont représentés dans l'indice de référence qui est mondial. A ce titre, à la fin de l'année 2009, le FRR détenait 500 M€ d'immobilier coté par l'intermédiaire de titres représentatifs de l'indice FTSE EPRA *Nareit* monde pays développés.




**Évolution des niveaux d'engagement et d'appel du programme de capital investissement**




**Engagements sous-jacents souscrits à la fin décembre 2009**

## Le capital investissement

Le FRR a inclus dans son allocation d'actifs des investissements dans des entreprises non cotées sur quatre stratégies distinctes : trois fonds de fonds dédiés « primaires » (moyennes capitalisations européennes, petites capitalisations européennes, portefeuille de valeurs internationales essentiellement nord américaines) ainsi qu'une stratégie « secondaire » à périmètre international. Quatre gestionnaires de fonds de fonds de capital investissement ont été sélectionnés en 2006 et 2007.

**La diversification des investissements réalisés est conforme au portefeuille cible** comme le montre le graphique ci-dessus. Elle l'est également au niveau des gérants (55 équipes sous-jacentes) et en termes d'allocation géographique.

400 entreprises sont détenues au travers des trois mandats. La participation maximum s'élève à 5,6 M€, soit 2,3 % du portefeuille actuel et 0,6 % du portefeuille cible, et correspond à 3,5 % du capital de la société concernée.

70 % des souscriptions primaires ont été effectuées à ce jour dans des fonds ciblant des entreprises de valorisation moyenne inférieure à 250 M€.

La performance nette globale à fin 2009 reste négative à -14 % lorsqu'exprimée sous forme de TRI depuis l'origine. La performance annuelle 2009 prise isolément affiche un TRI de -9 %. On constate encore ici l'effet dit « courbe en J », caractéristique du début de cycle de vie des investissements en fonds non cotés. Le programme est encore globalement très immature, avec seulement 28 mois d'implémentation par rapport à un horizon de 12 ans. Cette performance négative est attribuable pour moitié à un effet « commission » et pour moitié à un effet dépréciation.

La conjugaison de la crise financière et de la crise économique a significativement marqué l'activité de capital investissement en 2009. Les principales tendances du marché ont été les suivantes :

- l'attentisme des investisseurs sur les nouveaux engagements a abouti à une levée de fonds 2009 très en retrait par rapport aux années précédentes, qui devrait a priori perdurer en 2010. Certains investisseurs ont cherché à céder ou arbitrer une partie de leur portefeuille. Néanmoins le marché secondaire est lui aussi resté globalement peu actif en 2009 compte tenu de l'incapacité des acteurs à trouver un accord sur le prix des transactions envisagées.

« Le poids des obligations indexées sur l'inflation va progresser pour représenter près de la moitié de la poche obligataire. »

## L'INVESTISSEMENT EN DETTES DES PAYS ÉMERGENTS

**Le FRR a intégré dans ses investissements en produits de taux, une allocation en dettes des pays émergents, dans la même proportion que le poids de ces dernières dans le marché obligataire global, soit 1 % du portefeuille total du Fonds.**
**Les investissements sont composés pour 70 % de dettes émises en devises locales, et pour 30 % de dettes émises en devises externes (USD, voire Euro).**
**Le FRR a privilégié une exposition au travers de fonds collectifs gérés de manière active, spécialisés sur les marchés de dette des pays émergents, avec une approche globale (pas de fonds spécialisés sur des zones géographiques).**
**Une procédure de sélection de fonds collectifs, définie et validée en avril 2008 par le comité de sélection des gérants (CSG), a été appliquée, menant à un investissement global de 95 M€ réparti sur 3 fonds collectifs et réalisé en deux temps (juillet et octobre 2009). En 2009, l'ensemble de ces placements a réalisé une performance de 6,8 %.**
**Le FRR souhaite compléter la sélection de fonds. Une deuxième vague d'investissement devrait intervenir au cours du premier semestre 2010.**

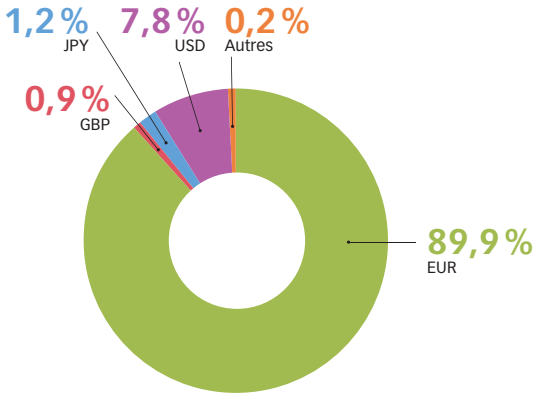
- l'activité d'investissement primaire des fonds dans les entreprises s'est fortement réduite par rapport aux années précédentes. Dans un contexte de forte incertitude économique, les transactions abouties ont été très limitées, concentrées sur des secteurs plutôt défensifs et structurées avec un endettement réduit. Les gérants ont donné la priorité à la gestion de leurs portefeuilles déjà investis, avec peu d'arbitrage et de faibles volumes de cession et donc une quasi-absence de liquidité pour les investisseurs.
- les entreprises détenues ont dû optimiser leur structure opérationnelle et leur structuration financière.
- la baisse de la valorisation des actifs en portefeuille a été marquée sur le premier semestre 2009 avec des décotes de 15 à 25 %. Les valorisations se sont ensuite globalement maintenues sur l'année. L'embellie boursière du second semestre 2009 a peu joué, compte tenu de l'inertie traditionnelle de cette classe d'actifs par rapport aux actions cotées.

Le programme du FRR est en début de construction, ce qui a limité l'impact de ces conditions de marché défavorables sur l'exercice 2009.

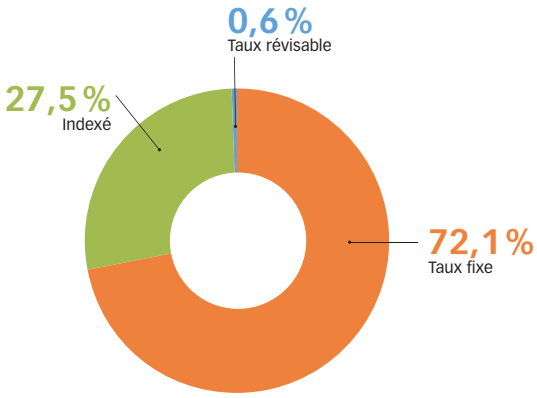
Compte tenu du contexte financier, le FRR a décidé de limiter la capacité totale d'engagement du programme à 900 M€.

**L'année 2009 a vu un niveau très limité d'engagement complémentaire** (17 M€) après deux exercices de déploiement significatif. À fin décembre 2009, 800 M€[3], soit 88 % du programme, ont été effectivement engagés, laissant une capacité résiduelle d'engagement disponible pour les gérants primaires de 100 M€.

*3/ Inclut la totalité de l'engagement prévu du FRR sur le fonds collectif secondaire Axa (150 M€). Ce mandat est lui-même engagé en sous-jacents à hauteur de 60 M€.*




**Répartition des mandats taux par devise au 31/12/2009**




**Répartition des obligations entre taux fixe, taux indexé et taux variable au 31/12/2009**

**Le rythme d'investissement en fonds sous-jacents s'est ralenti en 2009**, reflétant la faiblesse générale de l'activité d'investissement constatée sur la période. Les montants « appelés », soit les montants effectivement investis dans les fonds sous-jacents, s'élèvent à 244 M€ fin 2009, soit 27 % du programme, et correspondent à un montant d'appels de 62 M€ pour la seule année 2009.

## Infrastructure non cotée

Le FRR a finalisé début 2009 un premier cadre d'investissement pour son programme d'infrastructure non cotée. Ce programme prévoit la constitution d'un portefeuille diversifié mis en oeuvre par la sélection directe de fonds non cotés d'infrastructure ciblant principalement des actifs économiques matures européens.

Le FRR a procédé à sa première souscription en 2009 pour un montant de 50 M€. 18,4 M€ (36%) ont été appelés à fin 2009.

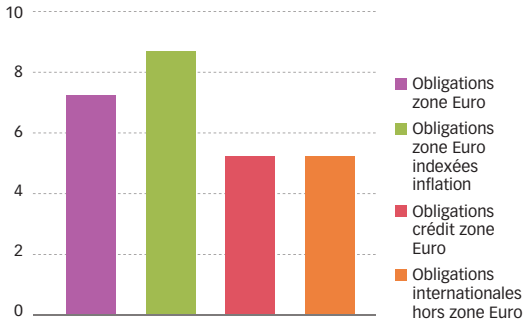
## Les actifs obligataires

Au 31 décembre 2009, la valeur boursière du portefeuille obligataire s'élevait à 12,3 Mds €. Conformément aux décisions prises lors de la revue de l'allocation stratégique du FRR en juin 2009, la structure de la poche obligataire du Fonds sera modifiée avec une augmentation sensible de la représentation des obligations indexées sur l'inflation qui représenteront à terme plus de 40 % de la poche obligataire.

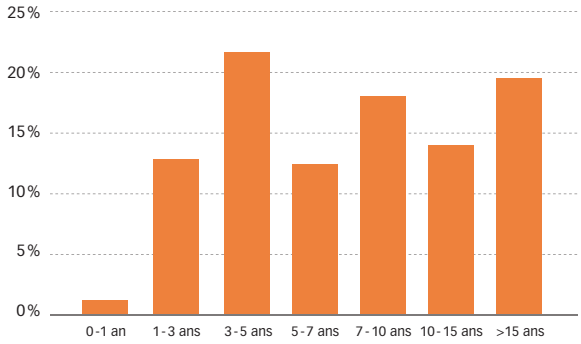
Au 31 décembre 2009, le portefeuille était composé majoritairement d'obligations en euros et sa ventilation par devise était très proche de celle de l'indice de référence des mandats de produits de taux.

La part des obligations indexées sur l'inflation s'élevait à 27,5 % du portefeuille obligataire, le reste 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

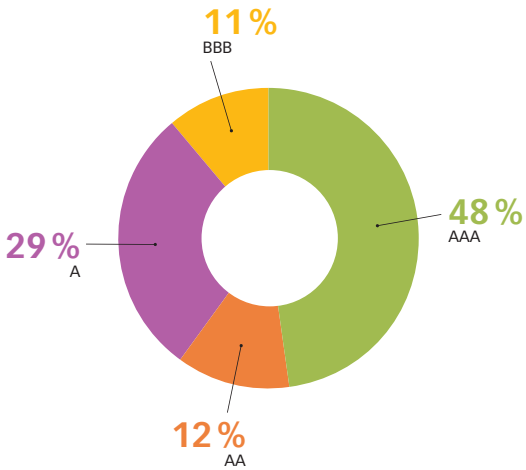
**Sensibilité des indices obligataires au 31/12/2009**



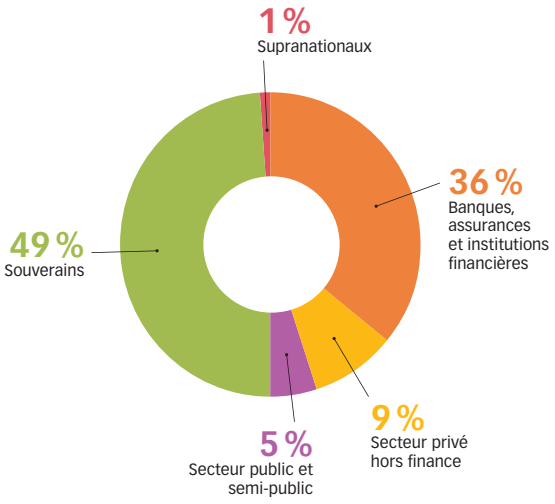

**Structure des mandats taux par tranche de maturité au 31/12/2009**




**Répartition des produits de taux par notation de l'émission au 31/12/2009**




**Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31/12/2009**




marginale à 0,6 %. Le portefeuille obligataire comprend une proportion importante (près de 20%) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans, reflet de la composition des indices de référence, eux-mêmes structurés de façon cohérente avec la duration élevée du passif du FRR.

Enfin, plus de la moitié du portefeuille obligataire est constitué de titres d'émetteurs souverains, proportion significativement plus importante que dans les indices de référence des mandats.

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

# Juin 2009, adoption de la nouvelle allocation stratégique

## Réaffirmation de l'identité d'investisseur de long terme du FRR et évolution vers une mise en œuvre plus dynamique

Après les exercices de 2003 et 2006, le FRR a revu son allocation en 2009 dans un contexte macroéconomique et financier difficile. L'allocation 2009 est le fruit d'une longue série de recherche et de débat (ateliers) entre Directoire et Conseil de surveillance au cours desquels de nombreuses questions ont été examinées. Il en ressort une allocation contenant un peu moins d'actifs de performance et qui tend vers une plus grande réactivité compte-tenu à la fois de la réduction de l'horizon d'investissement et d'un contexte qui devrait continuer à rester volatil. L'allocation stratégique aura désormais vocation à faire l'objet d'une revue au moins une fois par an.

### Les principes guidant la stratégie d'investissement du FRR

#### Horizon de long terme et risques de court et moyen terme

L'horizon de long terme et l'absence de contrainte de liquidité constituent des avantages comparatifs manifestes pour un investisseur comme le FRR. Ils lui permettent de compter sur des phénomènes de retour à la moyenne en lui offrant l'opportunité de rendements plus élevés à certains points du cycle. L'existence à long terme d'une prime significative pour les investisseurs détenant des actifs dont la volatilité peut être forte ou la liquidité limitée fait aussi partie des convictions portées par le FRR.

Ces avantages comparatifs du FRR fondent l'espérance de rendement qu'il souhaite apporter à la gestion des réserves qui lui sont confiées. Ils doivent être combinés avec deux autres considérations :

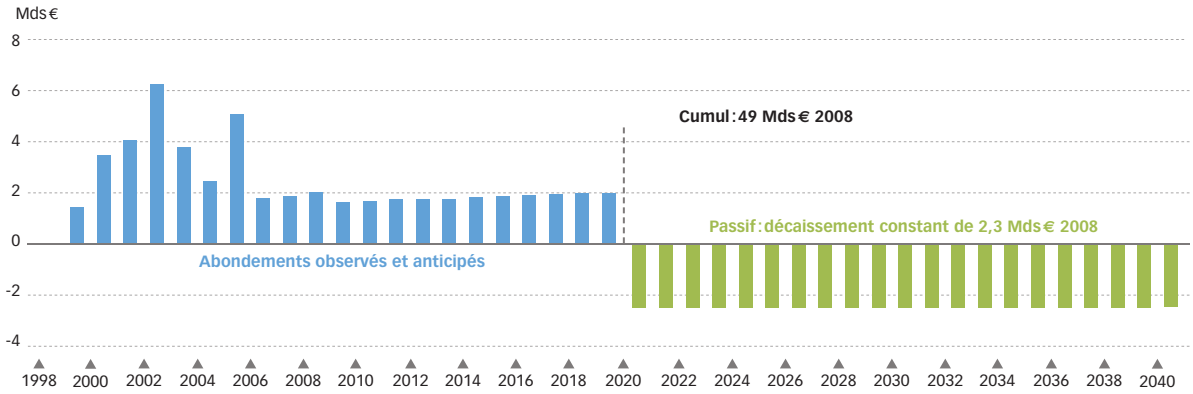
- L'allocation stratégique du FRR doit prendre en compte l'occurrence de scénarios extrêmes. Elle doit permettre, avec un degré de confiance très élevé, de couvrir les engagements de passif. Cette couverture étant assurée, la politique d'investissement cherche le meilleur rendement.
- Même prudentes, les hypothèses de rendement et de risque sous-jacentes à la définition de l'allocation stratégique peuvent être remises en cause par des mouvements des marchés financiers. Ces mouvements se traduisent par une augmentation de la volatilité et des risques de court terme. Tenter d'identifier de tels chocs et ruptures en amont doit être un souci constant de la mise en œuvre de la politique d'investissement. Une gestion dynamique prenant notamment en compte les risques de court terme et les points d'entrée et de sortie, dans une perspective de moyen terme, est indispensable pour faire face aux incertitudes. La politique d'investissement ne se résume pas à une répartition fixe entre les classes d'actifs mais peut s'en écarter s'il apparaît que le risque réel sous-jacent à une classe d'actifs ou à l'ensemble du portefeuille est devenu trop important.

#### La diversification

L'approche classique de diversification des investissements et des risques afférents reste une ligne de conduite nécessaire.

Toutefois, elle ne constitue pas à elle seule une réponse suffisante aux scénarios les plus extrêmes dans lesquels les hypothèses de corrélation/décorrélation ne fonctionnent plus.

**Chronique des abondements et des décaissements**




La performance de l'allocation stratégique constitue l'essentiel de l'espérance de rendement à long terme du portefeuille du FRR. C'est la raison pour laquelle la définition et le pilotage de cette allocation, des risques associés, relèvent *in fine* des instances du FRR. Des sources de performance complémentaires peuvent être trouvées en particulier grâce à des gestions actives qui explorent les inefficiences des marchés et apportent de la décorrélation par rapport aux évolutions de ces derniers.

**Pour un investisseur public de long terme comme le FRR, la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance dans la politique d'investissement est indispensable** afin d'appréhender de manière complète les risques et les opportunités qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles le FRR est ou sera investi. Ces critères peuvent en effet avoir un impact significatif sur leur valorisation. L'analyse de la soutenabilité environnementale et sociale des stratégies des entreprises, de leurs conséquences positives ou négatives sur la collectivité et celle des risques qu'elles peuvent induire sur la réputation du FRR sont aussi nécessaires. Les réflexions engagées sur l'impact des problématiques environnementales sur la politique d'investissement du FRR et, en particulier, son allocation de long terme, seront poursuivies.

## Objectifs du FRR

En l'absence de précisions des pouvoirs publics quant au calendrier et aux montants des versements du FRR aux régimes éligibles à compter de 2020, un scénario technique de décaissement du Fonds, indispensable pour assurer une gestion optimisée des réserves, a été retenu. Ce scénario de décaissement linéaire sur 20 ans est cohérent avec les travaux du Conseil d'orientation des retraites qui mettent en évidence des besoins de financement croissants des régimes éligibles, en particulier entre 2030 et 2040.

- Le FRR s'est ainsi donné une définition précise de son passif et de son objectif de placement : le passif du Fonds est constitué de la restitution entre 2020 et 2040, sous forme de 21 versements égaux, de la valeur des abondements perçus, indexés sur l'inflation.
- En sus de ce passif, le FRR ambitionne de dégager la meilleure performance, tout en respectant les principes de prudence et de répartition des risques.

Ce passif sera révisé à la hausse, de manière automatique si le FRR bénéficie d'abondements additionnels ou lorsque les conditions permettront dans la durée de cristalliser les gains de la gestion financière des investissements.

## Les classes d'actifs stratégiques et les objectifs de l'allocation

Pour remplir sa mission, le FRR a tout loisir d'investir sur un large éventail de classes d'actifs.

Le FRR, dans ces travaux d'étude sur la détermination d'une nouvelle allocation stratégique, a choisi de retenir 5+1 classes d'actifs «stratégiques» actions, obligations, immobilier, matières premières et produits monétaires – auxquels s'ajoutent les obligations indexées sur l'inflation qui constituent un actif spécial pour le FRR puisqu'il s'agit de l'actif dit «sans risque». Ces classes d'actifs représentent les «grandes familles» d'investissement qu'il convient de regarder au moment de l'allocation.

Ce choix traduit le fait qu'une classe d'actifs est considérée comme stratégique dès lors qu'elle concerne des actifs dont la simple détention procure un rendement spécifique. Ne sont pas considérés comme stratégiques les actifs dont la valeur provient d'une gestion, c'est-à-dire dont le rendement repose sur un savoir-faire.

Ces classes d'actifs présentent en outre la caractéristique d'avoir un rendement dépendant pour partie de facteurs communs (tels que la croissance de l'économie) et pour partie de facteurs spécifiques relatifs à leurs risques propres. De ce fait, leur co-détention apporte au FRR un bénéfice de diversification.

Dans ce cadre, le capital investissement, les infrastructures n'ont pas vocation à être intégrés en tant que tels dans l'allocation stratégique. Ils peuvent être considérés comme des sous-ensembles des 6 classes d'actifs stratégiques. Ils peuvent en revanche être intégrés dans l'univers d'investissement du FRR, dans les déclinaisons effectives et les modes d'investissement possibles des grandes familles mises en évidence. La raison de leur introduction dans le portefeuille du FRR ne tient pas à l'introduction d'une nouvelle famille d'actifs stratégiques, mais plutôt à la recherche d'une surperformance additionnelle.

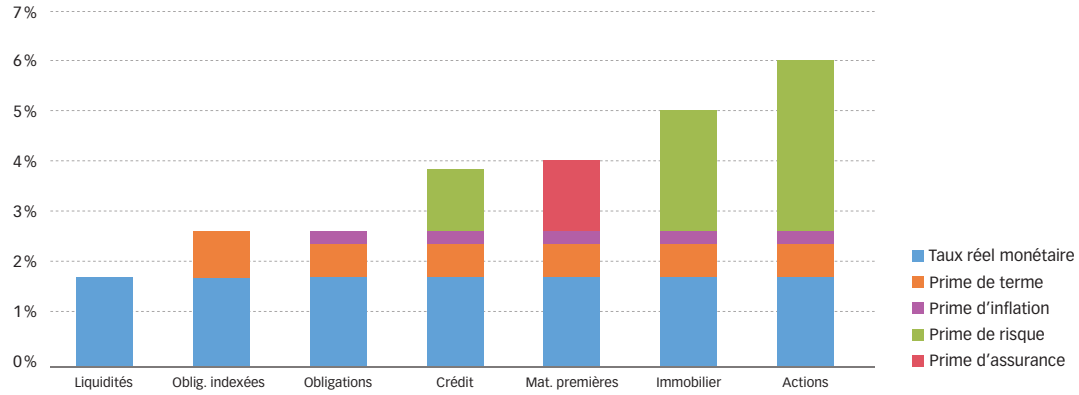
De manière simplifiée, la logique qui prévaut dans la recherche de la meilleure allocation peut être résumée dans les termes suivants :

> «Le FRR a précisé la définition de son passif et de son objectif d'investissement.»

- Le FRR souhaite en premier lieu honorer son passif à long terme : il a constitué en partie son portefeuille de titres permettant une sécurisation de ses paiements futurs. Il s'agit d'actifs obligataires dans lesquels la composante indexée sur l'inflation est forte.
- Le FRR bénéficiant d'un horizon long - les premiers décaissements ne sont pas prévus avant 2020 - il peut aussi porter des actifs plus risqués pour essayer de dégager un rendement supérieur à long terme. Il va donc s'exposer à des actifs dits de « performance », dont l'espérance de performance est supérieure à celle des obligations, mais dont les risques sont plus élevés, tant à court terme – parce qu'ils exposent les FRR à de grandes variations de valeurs sur la trajectoire ou à des chutes brutales – qu'à long terme - notamment en raison du risque d'évènements extrêmes de certains actifs.

Tout l'enjeu de l'allocation stratégique est de trouver le bon dosage entre ces deux poches et de faire en sorte que ce dosage puisse être modifié dans le futur en fonction du contexte, des visions de la sortie de la crise et du degré de risque assumé.

**Décomposition des différentes primes de risque (en réel)**




## Les hypothèses de rendement et de risque

Dans son scénario central, le FRR a considéré que la crise majeure qui a frappé brutalement l'économie mondiale avait signé un changement de régime : la fin d'une vision un peu « idyllique » de la globalisation, celle où croissance économique et marchés financiers semblaient mutuellement et spontanément progresser à des rythmes soutenus, sans heurts ni accidents durables.

La phase de purge des excès passés est désormais enclenchée. Elle ne trouvera son terme qu'une fois tous les ajustements réalisés. Ce processus, long et douloureux, devrait continuer de peser sur la croissance mondiale et dégrader les rendements des actifs pour quelques années encore.

Au-delà, le FRR maintient une vision favorable d'une croissance mondiale soutenue et de marchés financiers rémunérateurs pour un investisseur de long terme.

Le Fonds a donc retenu un scénario macroéconomique central raisonnablement optimiste à moyen terme, dans lequel la crise actuelle ne se résout ni en dépression prolongée, ni en hyperinflation et montée du protectionnisme. Il permet d'espérer des primes élevées pour les actifs risqués (actions, obligations d'entreprises, immobilier, matières premières). En revanche, cet optimisme sur les rendements s'accompagne de circonspection en termes de risque, puisque le FRR a révisé en hausse la volatilité de tous les actifs.

L'allocation stratégique du FRR est déterminée sur la base de nouvelles hypothèses de rendement et de risque de long terme qui restent prudentes et qui tirent les enseignements de la crise récente. Elle prend aussi en compte l'occurrence de scénarios extrêmes.

Par rapport aux anciennes hypothèses, le FRR a intégré dans ses paramètres une augmentation de la volatilité et a considéré qu'il dispose d'un point d'entrée plus intéressant que par le passé pour les actions. Ce dernier point conduit à rehausser la prime de risque et correspond à l'hypothèse de retour à la moyenne qui semble caractériser les actions sur des historiques longs.

Le bilan reste globalement favorable pour un investisseur susceptible de porter des risques sur le long terme. Mais il supposera d'évaluer mieux encore les limites au-delà desquelles la prise de risque deviendrait excessive. Au-delà du scénario central, il faudra donc éprouver la robustesse de la politique d'investissement à des scénarios extrêmes, dont l'occurrence ne peut être complètement écartée sur la vie du FRR.

| | RENDEMENT ESPÉRÉ | VOLATILITÉ |
|---|---|---|
| Inflation | 2 % | 1,50 % |
| Monétaire | 3,60 % | 1 % |
| Obligations | 4,70 % | 5 % |
| Obligations indexées | 4,50 % | - |
| Actions monde | 8 % | 17 % |
| Immobilier | 7 % | 15 % |
| Matières premières | 6 % | 25 % |

## Le portefeuille de référence du FRR

Le portefeuille de référence est celui qui offre au FRR les meilleures perspectives de rendement, tout en minimisant le risque de ne pas pouvoir faire face à son passif.

Il est déterminé sur la base des hypothèses de rendement et de risque de long terme.

**Portefeuille de référence (cible de long terme)**

| CLASSE D'ACTIFS | POIDS |
|---|---|
| Actions *(cotées et non cotées)* | **45 %** |
| Immobilier *(coté et non coté)* | **5 %** |
| Matières premières | **5 %** |
| Obligations à taux fixe | **25 %** |
| Obligations indexées sur l'inflation | **20 %** |

**Les grandes classes d'actifs sont regroupées en deux familles :** d'une part, des actifs visant à couvrir le passif du FRR – actifs obligataires – et d'autre part, des actifs dits « de performance » permettant d'améliorer l'espérance de rendement avec une volatilité plus forte (actions, matières premières et immobilier).

La nature du support d'investissement propre à chaque classe d'actifs (coté ou non coté) est déterminée par le Directoire en fonction des avantages et des inconvénients qui lui sont propres (rendement, risques, diversification, liquidité, coût…).

Ce dernier détermine également la diversification optimale (par secteur, zone géographique, taille de capitalisation, notation crédit…) dans le cadre des règles prudentielles du Fonds. La part des investissements en actions et instruments de taux réalisés au sein de la zone Euro visera 60 % de chacun des actifs considérés. Le risque de change lié aux investissements hors zone Euro sera couvert à hauteur de 90 %. Le nouveau portefeuille de référence comporte moins d'actifs de performance, davantage d'actifs de diversification et une part plus importante d'obligations indexées sur l'inflation.

## Gestion dynamique de l'allocation

Dans l'hypothèse où les paramètres de risque ou de rendement espéré s'écartent significativement des choix retenus pour le long terme, l'allocation effective du FRR peut s'écarter du portefeuille de référence.

Dans cette perspective, la part relative des actifs de performance évoluera à l'intérieur d'une bande de fluctuation dont l'ampleur est fixée par le Conseil de surveillance. Ainsi, au moment de la délibération de juin 2009, le Conseil a défini une borne maximale à 60 % et une borne minimale à 40 %. Ce poids a été positionné à un niveau de 45 % en juin 2009 (dans le bas de la fourchette), compte-tenu des incertitudes qui prévalaient sur l'ampleur du rebond.

À l'intérieur de la bande de fluctuation, les éventuelles décisions de réduction ou d'augmentation intra-annuels des actifs de performance sont effectuées par le Directoire après avis du comité stratégie d'investissement (CSI) émanant du Conseil.

De manière générale, le FRR s'efforce d'introduire une allocation plus dynamique, où les pondérations des actifs peuvent être ajustées régulièrement en fonction de critères de rendement et de risque. Ces évolutions ont pour objet de mieux gérer les conséquences d'événements extrêmes.

Cette recherche d'une plus grande réactivité de l'allocation devrait se matérialiser de plusieurs façons :

- Le Conseil de surveillance fait chaque année le bilan de la mise en œuvre de la politique d'investissement. Il en revoit à cette occasion les principaux paramètres et les ajuste en tant que de besoin. Les bornes de l'allocation

## LE COMITÉ STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT (CSI)

**En juin 2009, dans le cadre de la nouvelle stratégie d'investissement du FRR, 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.**
**À cette fin, le CSI 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.**
**Le CSI 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.**
**Il prépare la revue annuelle du Conseil relative au portefeuille de référence et à ses modalités de gestion et le saisit de toute adaptation qu'il estimerait utile dans l'intervalle.**
**Le CSI est composé des cinq membres suivants**

- **Jean-Christophe Le Duigou, désigné au titre des organisations syndicales de salariés ;**
- **Alain Leclair, désigné au titre des organisations syndicales d'employeurs ;**
- **Hervé de Villeroché, désigné au titre des représentants de l'Etat ;**
- **Jean-Louis Beffa et Raoul Briet, désignés au titre de personnalités qualifiées.**

**Bertrand Jacquillat, professeur des universités à l'Institut d'Études politiques de Paris, et Marc de Scitivaux, économiste, assistent également le comité dans ses travaux en qualité d'experts.**
**Le CSI est présidé par le Président du Conseil de surveillance. Il se réunit au minimum 4 fois par an et peut être saisi par le Directoire en urgence de toute question nécessitant un examen rapide.**

(part des actifs risqués entre 40 % et 60 %) peuvent donc être modifiées en fonction des vues sur les marchés et les risques, de la trajectoire passée du FRR et de l'appréciation des risques de court terme.

- La question de l'éventuelle cristallisation de gains passés par le rehaussement (irréversible) du passif est examinée.
- La composition de la poche de performance ou celle de la poche obligataire peut être modifiée. Le degré de couverture[1] contre le risque de change est examiné.
- Le rebalancement automatique tous les mois sur le portefeuille de référence est abandonné au profit d'une réunion trimestrielle du CSI qui se prononce sur le poids des actifs de performance. Ce dispositif vise à optimiser les aspects tactiques sur un calendrier plus serré que le pas annuel, mais aussi à gérer les éventuels risques de court terme. C'est notamment au sein de cette instance que pourraient être évoquées d'éventuelles stratégies de couverture contre certains risques identifiés : risques sectoriels, risques géographique, risque de krach obligataire ou de chute brutale du marché actions ou matières premières, etc.
- Le Directoire conserve une marge de manœuvre pour optimiser la composition des poches.

Cette vision d'une gestion dynamique assez « discrétionnaire » – par contraste avec une gestion dynamique inspirée de règles visant à cibler un certain niveau de risque – repose sur la qualité du travail de collaboration des instances, Directoire et Conseil de surveillance.

*1/ Cette couverture est de 90 % pour les devises des pays développés ; les investissements dans les pays émergents ne font pas l'objet d'une couverture du risque de change qui fait intrinsèquement partie de la rémunération attendue.*

# Le FRR investisseur responsable

Dès ses premiers investissements en 2004, le FRR a veillé à ce que sa politique d'investissement soit cohérente avec *« le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré »* (délibération du Conseil de surveillance du 2 avril 2003). Le Conseil a défini en avril 2008 une stratégie d'investissement responsable qui fixe les axes prioritaires dans ce domaine pour la période 2008 - 2012. La récente crise financière a encore renforcé l'engagement du FRR en faveur d'un investissement responsable et d'une finance durable.

Comme chaque année, les principaux développements de la stratégie d'investissement responsable sont retracés de manière synthétique dans les paragraphes suivants et, pour la première fois depuis le début de sa mise en œuvre, un bilan détaillé de la stratégie à mi-parcours (2008 - 2009) fait l'objet d'un rapport spécifique.

## La place de l'environnement dans l'allocation stratégique

*« Les préoccupations environnementales et, en particulier, l'impact du réchauffement climatique (…) posent de nombreuses questions qu'un investisseur de long terme ne peut ignorer quand il détermine sa stratégie globale d'investissement. »* (Stratégie d'investissement responsable). C'est pourquoi, à l'occasion de la révision de son allocation stratégique, le FRR a souhaité mener une étude approfondie sur l'impact des facteurs environnementaux sur la stratégie d'investissement. Les résultats de cette étude ont été présentés au Conseil de surveillance dans le cadre de ses travaux sur la révision de l'allocation d'actifs de long terme.

Cette étude conclut que le changement climatique, mais également l'épuisement des ressources naturelles, la raréfaction de l'eau et la perte de biodiversité semblent être les problématiques environnementales les plus pertinentes pour un investisseur de long terme. À partir de scénarios climatiques de long terme sont construits des scénarios économiques et financiers de moyen terme qui permettent de redéfinir les couples rendement/risque des différents actifs stratégiques et ainsi de calculer une allocation stratégique dépendant des évolutions notamment climatiques. Les principaux résultats montrent que la prise en compte du changement climatique dans l'allocation stratégique réduit, dans la plupart des scénarios envisagés, la part des actifs risqués. Sur cinq scénarios économiques et financiers construits, seul celui de la « croissance verte » (scénario dans lequel les contraintes environnementales aboutissent à l'émergence d'un nouveau modèle de croissance) permet d'inverser ce résultat. Une autre piste explorée consiste à compléter le portefeuille avec des actifs « environnementaux » tels que le carbone ou la forêt, source de protection ou de rendement face aux problématiques environnementales retenues.

Au total, la prise en compte des facteurs environnementaux dans l'allocation stratégique a conforté le choix du Conseil de réduire un peu la part des actifs risqués. L'introduction de nouvelles classes d'actifs ou l'intégration de facteurs environnementaux spécifiques au sein des classes d'actifs définies par l'allocation stratégique nécessitent en revanche des travaux complémentaires.

## Les risques extra-financiers du portefeuille et le lancement d'une activité de dialogue

Le Comité de l'investissement responsable a pris connaissance de l'évaluation des risques extra-financiers du portefeuille du FRR, effectuée par l'agence de recherche spécialisée EIRIS. Sur la base du portefeuille de titres

« L'intégration des enjeux extra-financiers dans la gestion dépend non seulement de la classe d'actifs considérée et du style de gestion, mais également des nouvelles opportunités ou facteurs de risque apparus du fait d'un contexte nouveau. »

d'entreprises (actions, obligations) à la fin 2008, il apparaît qu'environ 6 % des émetteurs du portefeuille d'actions seraient concernés par une ou des allégations portant sur la violation de l'un des principes du Pacte mondial (droits de l'Homme, droits du travail, environnement, corruption) ou de l'une des conventions sur les armes prohibées (armes bactériologiques, biologiques, chimiques, mines anti-personnel ou bombes à sous-munitions) – sans distinction de leur importance. En ne retenant que les allégations qualifiées de graves et par rapport auxquelles l'entreprise n'a pas pris de mesures ou seulement des mesures limitées, environ 35 entreprises sont finalement concernées (sur plus de 2500 que compte le portefeuille, soit moins de 2 %). S'y ajoutent un nombre très restreint d'entreprises potentiellement impliquées dans la production de bombes à sous-munitions.

Sur la base de ces résultats, le Comité peut proposer des mesures parmi *« une palette d'actions possibles allant du dialogue avec les entreprises jusqu'à, en ultime recours, la décision de sortie de l'entreprise concernée de son portefeuille dans les cas de violations répétées auxquelles elle a refusé de mettre fin »*, selon les termes de la stratégie. Le Comité a ainsi proposé la mise en place d'une politique de dialogue qui repose dans un premier temps sur l'envoi de lettres aux sociétés concernées par les allégations les plus graves, de manière à ouvrir la voie à des échanges et à des rencontres permettant d'éclaircir les allégations relevées.

Suite à l'ouverture à la ratification de la Convention d'Oslo interdisant les bombes à sous-munitions, le FRR a ainsi contacté différentes entreprises potentiellement impliquées dans la fabrication de ces armements ; à la fin de l'année 2009, au vu des éléments collectés, le FRR a décidé d'exclure deux entreprises, en plus des six entreprises qu'il exclut depuis 2008 au titre de la convention d'Ottawa sur l'interdiction des mines anti-personnel. De la même manière, le FRR a contacté des sociétés faisant l'objet d'allégations graves en matière de violations des principes du pacte mondial.

Au titre des initiatives collaboratives, le FRR a notamment rejoint l'Initiative pour la Transparence des Entreprises Extractives (ITIE, EITI) qui est ciblée sur des secteurs dans lesquelles les entreprises sont soumises à de nombreuses allégations.

Au total, l'année 2009 a été marquée par le lancement du programme d'engagement du dialogue avec les entreprises, un programme certes modeste mais pragmatique et en ligne avec les ressources qui sont limitées à ce stade.

## L'intégration des enjeux extra-financiers dans la gestion du portefeuille

À l'occasion du renouvellement des mandats actions et taux (crédit) en 2009, des questions et des dispositions extra-financières ont été insérées respectivement dans les questionnaires de sélection et dans les mandats de gestion, de manière adaptée suivant le mode de gestion (active ou passive). Par ailleurs, à l'occasion de la sélection d'un fonds infrastructures, une réflexion sur l'intégration des aspects ESG dans cette classe d'actifs a été conduite et a abouti à la rédaction d'un questionnaire ESG spécifique pour la sélection. De même, dans le cadre de la préparation d'un investissement dans l'immobilier, une réflexion approfondie sur l'intégration des considérations environnementales a été menée.

L'intégration des enjeux extra-financiers dans la gestion du portefeuille dépend non seulement de la classe d'actifs considérée et du style de gestion, mais également du contexte et des nouveaux sujets qui apparaissent.

Ainsi, au cours de l'année 2009, et suite à la crise financière, les questions et dispositions portant sur la solidité financière et l'intégrité des gérants ont été renforcées (en particulier, introduction de questions sur les implantations éventuelles des groupes auxquels appartiennent les sociétés de gestion candidates dans les « paradis fiscaux »).

## L'approfondissement de la politique d'actionnariat actif

L'exercice des droits de vote concerne désormais l'ensemble du portefeuille et la participation aux assemblées générales la quasi-intégralité des entreprises composant le portefeuille. En 2009, détenant des titres de plus de 2 500 entreprises, le FRR a pu participer, via ses gérants, à 5 420 assemblées générales (plusieurs gérants du FRR peuvent détenir un même titre et donc voter à une même assemblée). 61 082 résolutions ont été examinées et votées (85 % pour, 13 % contre et 2 % d'abstention).

Comme chaque année, les thèmes qui ont fait le plus débat entre les émetteurs et les investisseurs sont la rémunération des dirigeants, les augmentations de capital, les dispositifs anti-OPA. Pour les rémunérations dites différées (indemnités de départ et retraites « chapeaux »), que la loi soumet à la procédure des conventions réglementées, une forte contestation (notamment en cas d'absence de critères de performance) a pu être observée dans un contexte où, en France, les sociétés devaient modifier les contrats relatifs à ces rémunérations pour les adapter aux directives du Code AFEP – MEDEF d'octobre 2008. La contestation des actionnaires sur les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription est un sujet classique, avec une forte opposition surtout aux demandes représentant une part importante du capital social (supérieure à 20%) et sans délai de priorité garanti. La politique de vote du FRR

## LE COMITÉ DE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (CIR)

**Présidé par le Président du Conseil de surveillance et composé de deux représentants des partenaires sociaux siégeant au Conseil ainsi que de deux personnalités qualifiées extérieures, ce Comité s'est réuni quatre fois au cours de l'année 2009.**
**Ses premiers travaux en 2008 ont porté sur la délimitation de son champ d'intervention, en particulier sur la définition :**

- **des risques extra-financiers : risques de nature à altérer l'image du FRR, c'est-à-dire à entamer durablement le lien de confiance qu'un investisseur institutionnel public, au service de la solidarité entre générations, doit conserver et entretenir avec ses principales parties prenantes (pouvoirs publics et partenaires sociaux), représentées au Conseil de surveillance. De tels risques sont constitués par des atteintes graves, avérées et répétées aux principes de référence ;**
- **des principes de référence : principes du Pacte mondial, convention universelle des Droits de l'Homme, conventions fondamentales de l'Organisation internationale du travail, convention de l'OCDE sur la corruption, conventions d'interdiction des armes biologiques, chimiques,des mines anti-personnel et des bombes à sous-munitions ;**
- **des besoins en termes d'analyse extra-financière et de sélection d'un prestataire : à la fin de l'année 2008, la société d'analyse extra-financière britannique EIRIS (Ethical Investment Research Service) a été sélectionnée pour fournir une analyse détaillée du portefeuille du FRR au regard des principes de référence du Fonds.**

**Le comité s'est attaché en 2009 à évaluer concrètement les risques extra-financiers du portefeuille du FRR et à adopter des mesures de nature à limiter et prévenir l'occurrence de ces risques.**

est favorable aux augmentations de capital au profit des salariés et ses gérants ont, dans la majorité des cas, émis des votes positifs. Enfin, les résolutions de rachat d'actions par la société ont fait l'objet de contestations parmi les actionnaires, surtout si l'opération était permise en cas d'offre publique ; ces résolutions ont été approuvées mais souvent avec de faibles majorités. L'octroi de bons de souscription d'actions (BSA) représentant une partie trop importante du capital (supérieure à 30 %) a aussi été contesté, voire rejeté.

## Un soutien actif à la recherche et au développement de l'investissement responsable

Le FRR soutient activement 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). Le FRR participe également au jury du Prix du FIR (Forum de l'Investissement Responsable) qui récompense chaque année des travaux de recherche européens consacrés aux questions d'investissement responsable.

Au niveau international, le FRR est membre du Conseil d'administration des PRI (Principles for Responsible Investment), organisation de référence qui regroupe sous l'égide des Nations Unis des investisseurs institutionnels du monde entier et qui promeut le développement de l'investissement responsable et l'adoption de bonnes pratiques par les acteurs financiers. Le FRR participe également à de nombreux groupes de travail et ateliers organisés par les PRI.

Enfin, plus généralement, le FRR contribue aussi à la réflexion sur l'investissement responsable en prenant une part active dans des travaux de place et en participant à des manifestations publiques autour des questions d'investissement responsable.

« La transparence vis-à-vis des parties prenantes sur les résultats de la stratégie d'investissement responsable fait partie des engagements du FRR. »

## Le souci d'une transparence toujours plus grande

L'investissement responsable requiert une transparence de l'ensemble des acteurs – de l'entreprise à l'investisseur en passant par l'ensemble des intervenants dans la chaîne d'investissement. Pour un investisseur public tel que le FRR, il est important de rendre des comptes à l'ensemble de ses parties prenantes et à la société en général.

Comme évoqué précédemment, si le FRR consacre chaque année un chapitre de son rapport annuel à la politique d'investissement responsable, il a souhaité, cette année, présenter également un rapport détaillé faisant le bilan à mi-parcours de la mise en œuvre de la stratégie d'investissement responsable adoptée pour la période 2008-2012 (disponible sur www.fondsdereserve.fr). Par ailleurs, il a également accepté que ses réponses au questionnaire des Principes pour l'investissement responsable soient rendues publiques (http://www.unpri.org/report09).

# Gestion et maîtrise des risques

Après une année 2008 qui a vu le lancement d'une démarche d'analyse globale des risques (approche dite ERM ou *Enterprise Risk Management*), l'année 2009 a été consacrée à la mise en place opérationnelle de cette approche.

**Les principaux objectifs de la gestion des risques sont les suivants :**

- Analyser et gérer l'ensemble des risques (risques financiers, humains, du système d'information, stratégiques,…) afin d'éviter les effets de «silo» 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 dépositaire-conservateur (la Caisse des Dépôts), les gérants externes, les fournisseurs d'indices et les autres fournisseurs. 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.
- Alerter le Directoire de la survenance potentielle de risques majeurs et des risques jugés inacceptables.
- Proposer et coordonner la mise en place des plans d'actions pour réduire, 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 produits/processus d'investissement du point de vue des risques financiers et opérationnels. Fixer des limites pour ces nouveaux produits/processus d'investissements.

**Les principaux risques du FRR**

- **Le risque de gestion actif-passif à long terme :** Le premier risque pour le FRR est l'inadéquation de son allocation stratégique avec ses objectifs financiers de long terme. L'allocation stratégique du Fonds est revue régulièrement (en 2003, 2006 et 2009) et a désormais vocation à être revue au moins annuellement afin de s'adapter aux fortes fluctuations des marchés financiers.
- **Les risques financiers à court terme :** ces risques se décomposent en deux niveaux :

***Les risques absolus :*** il s'agit des pertes en absolu 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 *exante* à respecter.

- **Le risque de contrepartie :** le FRR négocie, via ses gérants, avec des contreparties bancaires des produits dérivés de gré-à-gré et des produits de placement de sa trésorerie. Il impose dans le choix de ses contreparties des notes financières minimales (*Standard & Poor's, Fitch et Moody's*) ainsi que des niveaux de fonds propres minimaux. Le FRR exige également la mise en place de mécanismes collatéraux pour certains produits dérivés négociés de gré-à-gré et le respect de limites d'exposition maximales. Un suivi rigoureux et fréquent des contreparties est opéré.
- **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.
- **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). Il a complété ces règles d'ordre légal par d'autres règles internes.

■ **Le risque de change :** le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Le Fonds a décidé de couvrir à 90 % ces expositions en devises étrangères via des contrats de change à terme renouvelés régulièrement. Statistiquement, cette couverture améliore le couple rendement-risque de manière sensible pour les devises des pays développés (la volatilité du portefeuille est réduite sans impact significatif sur la performance nette).

■ **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 en cas de problèmes sont également possibles, 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.

## LES FAITS MARQUANTS DE L'ANNÉE 2009

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

■ Un reporting mensuel plus régulier et plus complet sur les risques financiers et les risques opérationnels auprès du Directoire.

■ La mise en place, avec le back-office de la Caisse des Dépôts de la solution CLS Bank permettant d'annuler le risque de règlement-livraison sur les contrats de change à terme négociés de gré-à-gré.

■ La refonte de la politique de risque de contrepartie et les limites de risque par contrepartie pour mieux encadrer ce type de risque.

■ La sélection d'un nouveau logiciel de mesure des risques financiers à court terme (Riskmetrics) et le démarrage de son paramétrage.

■ Le Pôle risque s'est doté d'outils de valorisation de produits dérivés négociés de gré-à-gré (options, *swaps*…) afin d'avoir un regard indépendant sur ces valorisations.

■ L'élaboration de deux scénarios de stress économico-financiers à 2/3 ans.

■ 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).

■ Des actions d'amélioration de la qualité des données financières du portefeuille du FRR qui permettent un calcul de performance et une mesure des risques financiers plus justes.

■ Le renforcement du premier plan de continuité d'entreprise (PCE).

■ La refonte de la base de collecte des incidents qui englobe désormais la quasi-totalité des types d'incident du FRR.

■ Des contacts plus riches et plus importants qu'en 2008 avec les fonctions gestion des risques de grands fonds de pension ou d'autres investisseurs de long terme, l'objectif étant de s'étalonner par rapport aux meilleures pratiques du marché.

# Organisation et coûts

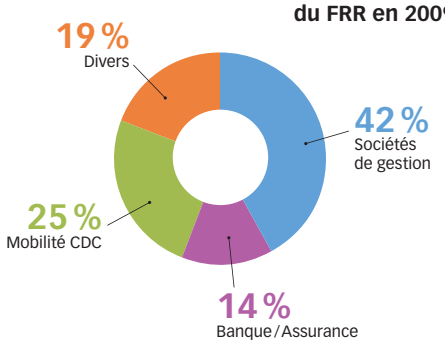
## Organisation et ressources humaines

En 2009, l'organisation du FRR a été dimensionnée pour gérer une activité industrialisée, avec un calibrage des effectifs permettant de sécuriser la gestion des actifs du Fonds.

Les recrutements portant sur des profils techniques nécessaires lancés en 2008[1] se sont majoritairement concrétisés à partir du second semestre 2008, portant à 55 les emplois du FRR. Ces ressources humaines complémentaires, alliées à des ressources techniques, ont permis de structurer en 2009 la politique globale des risques du FRR, par la mise en œuvre de projets liés à la sécurisation des processus et des opérations, en particulier au travers du déploiement d'un nouvel outil de mesure des risques de court terme.

*1/ 48 emplois à fin 2007.*

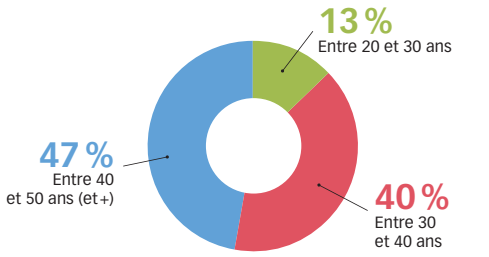
**Provenance des effectifs du FRR en 2009**



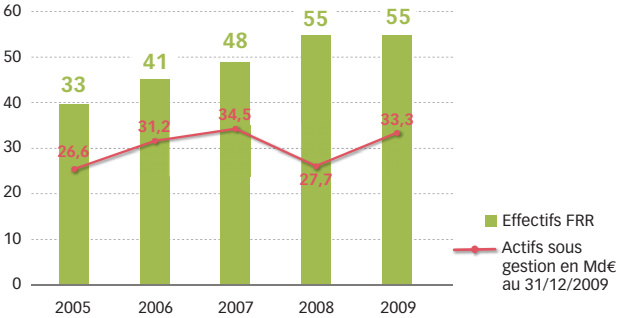

**Évolution des coûts de formation**

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2008 |
|---|---|---|---|---|---|
| Coût de formation en € | 34 259 | 41 355 | 71 697 | 36 090 | 65 557 |
| Coûts totaux du FRR en M€ | 48,0 | 52,8 | 68,9 | 73,7 | 55,5 |
| % du coût de formation / coûts totaux du FRR | 0,07 % | 0,08 % | 0,10 % | 0,05 % | 0,12 % |
| Effectifs | 33 | 41 | 48 | 55 | 55 |
| Coût de formation moyen par collaborateur | 1 038 € | 1 009 € | 1 494 € | 656 € | 1 192 € |

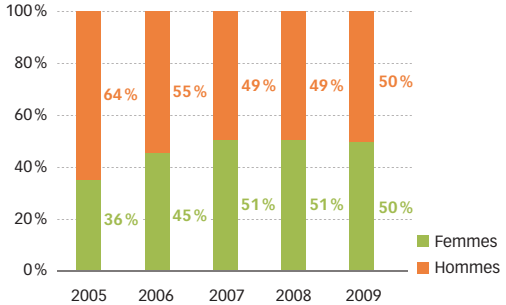
**Âge des collaborateurs en 2009**



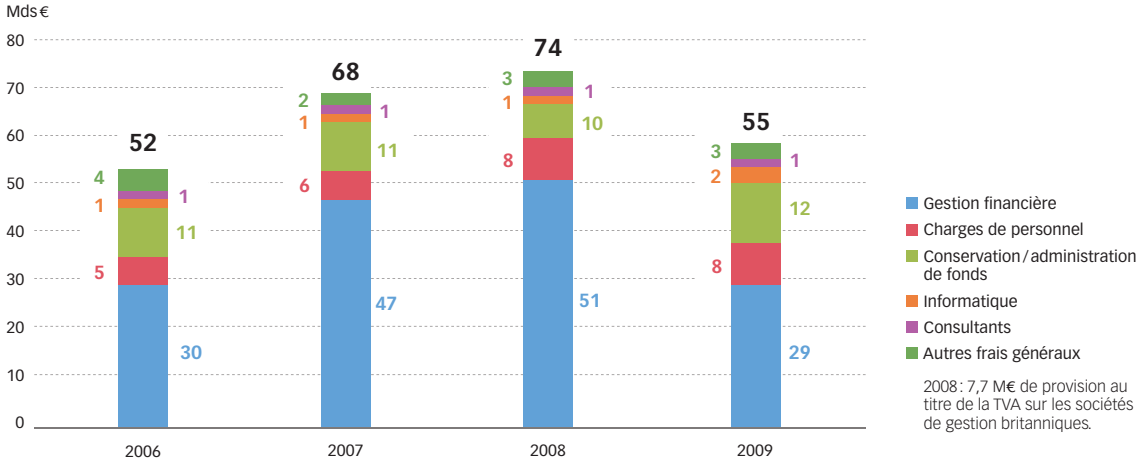

**Évolution des effectifs depuis 2005**




**Parité Hommes / Femmes**



**Structure des coûts**




2008 : 7,7 M€ de provision au titre de la TVA sur les sociétés de gestion britanniques.

## Les coûts au FRR

Les charges d'exploitation 2009 s'élèvent à 55,5 M€, en recul de 24,8 % par rapport à 2008 (16 % hors effet de la provision sur TVA sur les frais des sociétés de gestion britanniques constituée en 2008[2]).

Au premier rang de ces charges, les commissions de gestion financière sont la traduction de la gestion déléguée des actifs cotés. Elles ont représenté 29,5 M€ en 2009 contre 50,8 M€ en 2008 (43,0 M€ hors provision sur TVA sur les frais des sociétés de gestion britanniques).

2009 a constitué une année de renouvellement important de mandats de gestion, douze d'entre eux étant arrivés à échéance au cours de l'année, tandis que vingt nouveaux mandats ont démarré durant la même période.

Le FRR a initié dès 2007 une démarche visant à accroître de façon significative le poids de la gestion passive dans sa politique d'investissement et à diminuer ainsi le coût total des frais de gestion[3]. Cette démarche s'est traduite en 2009 par une baisse de 21,3 M€ des commissions versées aux sociétés de gestion, ramenant de 69 % à 53 % le poids de ces dépenses dans le total des charges d'exploitation.

La montée en charge de la gestion passive a ainsi eu pour conséquence une baisse sensible des commissions fixes (-41 %) et une diminution des commissions de surperformance (-11 %).

En moyenne, le taux de commissions de gestion s'est établi à 8,8 points de base en 2009 contre 13 points de base en 2008 (hors gestion transversale). La généralisation d'une composante fixe faible assortie d'un complément variable indexé sur la surperformance dégagée sur la durée du mandat répond à un souci d'alignement des intérêts entre investisseur et gestionnaire.

Les charges de personnel ont quant à elles enregistré l'effet en année pleine des recrutements mis en œuvre en 2008 (+5% de hausse) et les coûts informatiques du FRR ont intégré en 2009 le déploiement de l'outil lié au renforcement de la prévention et du contrôle des risques.

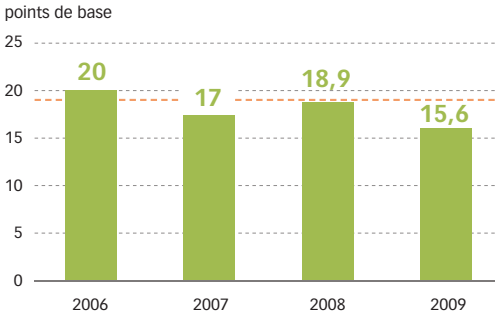
Les autres charges d'exploitation reflètent la progression, tout au long de l'année, des encours sous gestion grâce à la bonne tenue des marchés, 2009 se caractérisant par une forte hausse de la volumétrie des opérations liées à l'activité des mandats (+17%).

Il est à noter que près de 75% de ces coûts sont des charges variables liées aux commissions de gestion et aux frais de gestion des mandats (coûts de conservation et d'administration de fonds), les frais de structure propres au FRR ne représentant que 25% du total, soit environ 0,05% du total des actifs gérés.

Le FRR poursuit par ailleurs la démarche d'étalonnage de ses coûts de gestion initiée dès le démarrage de sa gestion

*2/ Constitution, sur l'exercice 2008, d'une provision de 7,7 M€ au titre de la TVA sur commissions de gestion des gérants britanniques.*
*3/ Part des actifs investis en mandats passifs : 30% en 2004, 60% à partir de 2010.*

**Coûts de gestion**




opérationnelle. L'analyse menée en 2005 par le cabinet McKinsey, qui avait évalué le *benchmark* global du FRR à environ 19 points de base, est complétée chaque année par une autre étude, réalisée par un organisme canadien, *Cost Effectiveness Measurement / CEM,* dont les conclusions confirment celles de McKinsey.

L'année 2009 constitue ainsi une année de transition, tant sur le plan des coûts liés à la gestion des mandats, que sur celui des autres charges d'exploitation. Elle a permis au FRR d'atteindre un *benchmark* de 15,6 points de base, se rapprochant des critères retenus par McKinsey.

## LE BILAN CARBONE DU FRR

Conscient de la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES), le FRR entend limiter son propre impact sur l'environnement.
La réalisation du Bilan Carbone du FRR pour l'année 2008 par la société Ecoact a fait état d'environ 700 tonnes équivalent $CO_2$ émis ($TeqCO_2$). Ce bilan a été accompagné d'actions de sensibilisation auprès des collaborateurs, de réduction d'émissions de GES ainsi que de compensation.
Afin de compléter cette démarche de réduction des émissions de gaz à effet de serre, le FRR a souhaité compenser ces émissions produites par son activité. Pour ce faire, le Fonds a choisi d'effectuer cette compensation volontaire avec l'appui technique de Sagacarbon.
Le choix du FRR s'est porté sur un projet hydroélectrique situé à Trojes au Mexique (1). Il s'agit d'un projet de mise en place d'une turbine électrique à la sortie d'une prise d'eau, dans un barrage déjà existant construit pour stocker l'eau de 3 rivières, à des fins d'irrigation.
Il permet d'éviter les émissions produites par les centrales thermiques fortement émissives, et l'électricité produite est injectée dans le réseau national. Au-delà de son impact sur l'environnement, ce projet présente également des retombées en faveur des communautés locales.
Les crédits carbones générés par ce projet sont validés par les Nations Unies dans le cadre de mécanismes de flexibilité prévus par le Protocole de Kyoto. Les 700 $TeqCO_2$ achetés sur le marché règlementé (Unités de Réduction Certifiées par les Nations Unies) ont été annulés neutralisant ainsi le bilan carbone du FRR.

***Pour information :***
***EcoAct,*** *entreprise franco-brésilienne fondée en 2005, dédiée à la lutte contre le changement climatique et spécialiste de la stratégie carbone.*
***Sagacarbon****, filiale de la Caisse des Dépôts, assurant la gestion et la négociation de quotas $CO_2$ pour le compte de ses clients.*
*Sagacarbon est membre de Bluenext et de ECX.*

*(1) Référencé sous l'intitulé projet CDM n°649 clean development mechanism ou mécanisme de développement propre.*

# Les instances dirigeantes du FRR

au 31 décembre 2009

## 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**
Jean-Paul Le Bail
*Suppléant*
Philippe Le Clezio

**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**
Jean-René Buisson
*Suppléante*
Catherine Thibier

Julien Guez
*Suppléante*
Véronique Cazals

Alain Leclair
*Suppléant*
Jean-Claude Guéry
*Association française de la gestion financière*

■ **Confédération générale des PME**
Jean-François Veysset
*Suppléant*
Georges Tissié

■ **L'Union professionnelle artisanale**
Dany Bourdeaux
*Suppléante*
Berthe Duguey

### Représentants du ministre chargé des solidarités, de la santé et de la famille
Dominique Libault
*Suppléant*
Laurent Habert

Jean-Louis Rey
*Suppléant*
Franck Le Morvan

### Représentant du ministre chargé de l'économie, de l'industrie et de l'emploi
Hervé de Villeroché
*Suppléant*
Nicolas Carnot

### Représentant du ministre chargé du budget, des comptes publics, de la fonction publique et de la réforme de l'État
Philippe Josse
*Suppléant*
Guillaume Gaubert

## DIRECTOIRE

### Président
Augustin de Romanet

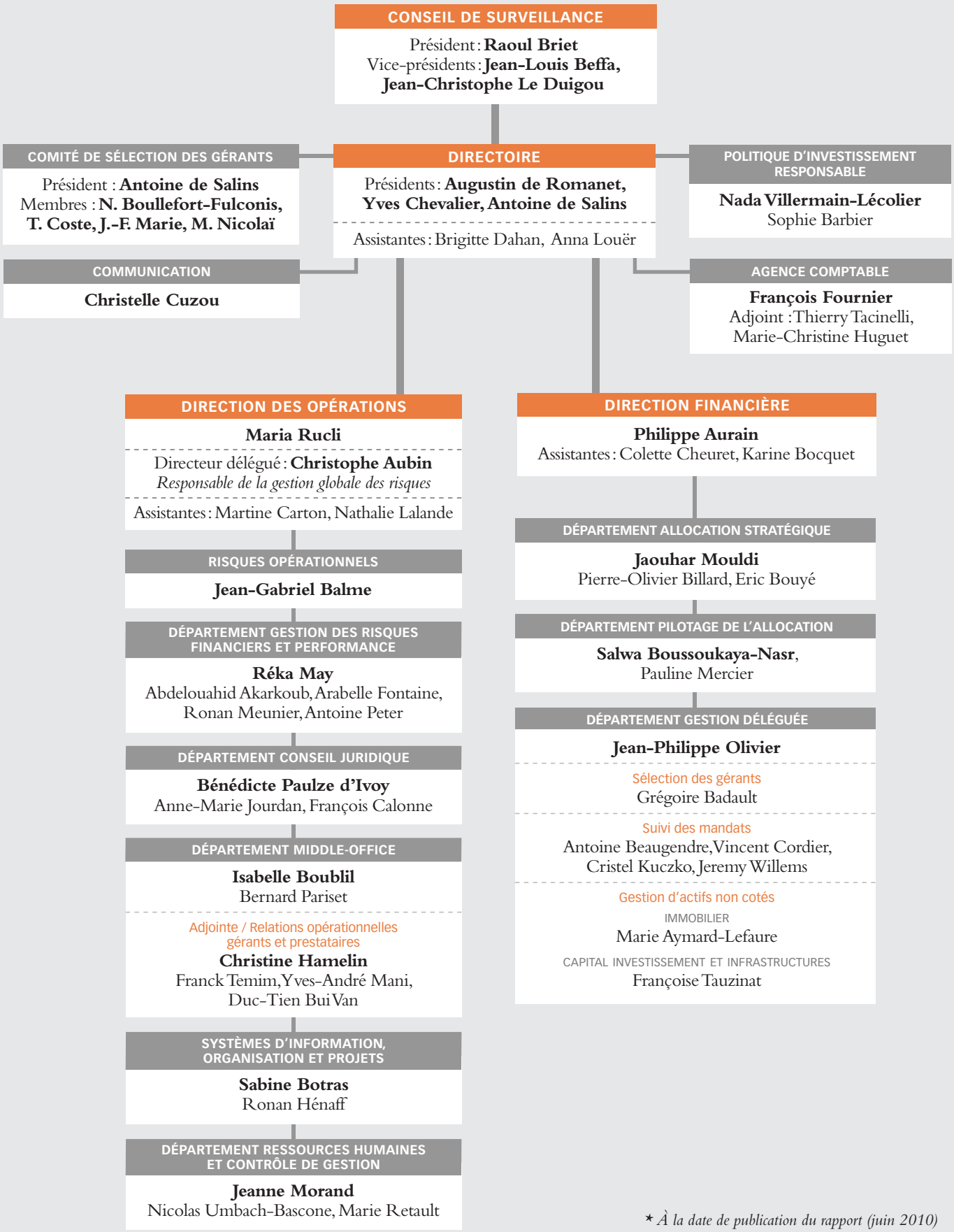
### Autres membres
Yves Chevalier
Antoine de Salins

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS
*(liste arrêtée au 4 février 2010)*

### Président
Antoine de Salins

### Autres membres
Nathalie Boullefort-Fulconis,
*ancien directeur général délégué d'une société de gestion d'actifs*
Thierry Coste,
*ancien président directeur général d'une société de gestion d'actifs*
Jean-François Marie,
*ancien dirigeant de sociétés financières*
Marcel Nicolaï,
*ancien associé-gérant d'une société de gestion d'actifs*

# Organigramme*




* *À la date de publication du rapport (juin 2010)*

# Les comptes 2009

Les comptes de l'année 2009 traduisent la nette consolidation de la situation financière du FRR. Les capitaux permanents s'élèvent à 29,979 Mds €. Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités, restent toutefois inférieurs de 793 M€ à leur valeur de marché constatée au 31 décembre 2007.

Les ressources du Fonds ont aussi été marquées en 2009 par les conséquences de la crise puisque les dotations reçues sont en baisse de 380 Mds € à 1,461 Mds € contre 1,841 en 2008. Les revenus du patrimoine représentent l'essentiel de ce mouvement puisque le prélèvement social correspondant enregistre une baisse de 279 Mds €.

Les produits des contrats d'assurance vie représentent 171 124,28 € en 2009 soit la moitié de l'apport de 2008.

La contribution CNIEG se situe au-dessus de sa valeur historique initiale de 3,06 Mds € à 3,336 Mds €.

Le résultat de l'exercice 2009 se rapproche de l'équilibre à -133 M€ contre -2,559 Mds € en 2008. Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan qui, compte-tenu du mode de valorisation des actifs du FRR, retracent la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts de -3,977 Mds € fin 2008 ressortent à -40 M€ à fin 2009. Ces variations très importantes entre les deux derniers exercices illustrent l'ampleur du rebond qui a caractérisé l'année 2009.

La décomposition du résultat financier permet d'identifier plus précisément les contributions de chaque catégorie de produits ou de charges à la formation du résultat annuel.

Les revenus des valeurs mobilières (intérêts et dividendes) retrouvent leur niveau de 2007 à 881 M€.

Grâce à une politique active développée en 2009, les opérations de change apportent un gain net de 482,5 M€ car l'ensemble des devises auxquelles le FRR est exposé se sont dévalorisées par rapport à l'Euro. En outre, les opérations de *swaps* sur indices contribuent, à hauteur de 150 M€, au résultat de 2009.

En revanche, les cessions de valeurs mobilières ont pesé négativement sur le résultat financier à hauteur de 1,566 Mds € notamment à l'occasion des renouvellements de mandats intervenus en 2009. Dans la mesure où les sommes correspondant au résultat de ces cessions ont été réinvesties immédiatement à des points bas du marché, notamment en mars 2009, la portée de ce résultat comptable mérite d'être relativisée d'un point de vue financier.

Enfin, les instruments financiers à terme (*futures*) qui avaient pesé négativement sur le résultat de 2008 (-1,326 Mds €) terminent pratiquement à l'équilibre en 2009 avec une perte limitée à 55 M€.

# Bilan

*en euros*

| ACTIF | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---|---|---|
| **Immobilisations** | **486 898,64** | **477 005,48** |
| **Créances** | **14 014 218 314,91** | **11 980 612 476,21** |
| Dotations affectées au FRR à recevoir | 110 156 516,22 | 35 697 158,35 |
| Créances d'exploitation | 0,00 | 0,00 |
| Créances liées aux instruments financiers | 101 310 766,38 | 57 100 065,78 |
| Créances liées aux opérations de change | 13 773 154 766,46 | 11 826 364 529,39 |
| Créances liées aux instruments financiers à terme | 29 596 265,85 | 61 450 722,69 |
| **Valeurs mobilières** | **31 159 182 689,62** | **24 405 802 774,09** |
| Actions | 14 728 511 734,58 | 12 029 436 496,60 |
| Obligations | 11 894 200 443,81 | 11 674 659 166,91 |
| Titres de créances négociables | 3 866 912 939,79 | 425 633 918,50 |
| OPCVM | 447 616 483,20 | 118 533 302,42 |
| Fonds d'investissement | 221 941 088,24 | 157 539 889,66 |
| **Disponibilités** | **2 316 673 324,28** | **2 745 592 624,84** |
| **Charges constatées d'avance** | **232 536,41** | **30 219,79** |
| **TOTAL** | **47 490 793 763,86** | **39 132 515 100,41** |

| PASSIF | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---|---|---|
| **Capitaux propres** | **29 973 364 267,26** | **24 708 301 668,03** |
| Dotations | 26 068 461 679,37 | 24 607 005 853,79 |
| Réserves | 4 078 228 303,87 | 6 637 716 246,07 |
| Écart d'estimation | -39 770 653,51 | -3 976 932 489,63 |
| Résultat de l'exercice | -133 555 062,47 | -2 559 487 942,20 |
| **Dettes** | **17 515 187 293,76** | **14 421 729 145,93** |
| Dotations affectées au FRR perçues d'avances | 93 779 873,85 | 0,00 |
| Contribution exceptionnelle CNIEG | 3 335 613 175,49 | 2 912 325 327,14 |
| Dettes d'exploitation | 32 244 048,46 | 56 279 497,44 |
| Dettes liées aux instruments financiers | 51 970 069,83 | 19 490 328,86 |
| Dettes liées aux opérations de charge | 14 000 639 452,29 | 11 417 646 082,51 |
| Dettes liées aux instruments financiers à terme | 940 673,84 | 15 987 909,98 |
| **Produits contatés d'avance** | **2 242 202,84** | **2 484 286,45** |
| **TOTAL** | **47 490 793 763,86** | **39 132 515 100,41** |

# Compte de résultat

| CHARGES | 2009 | 2008 |
|---|---|---|
| Services extérieurs | 54 032 101,33 | 72 452 264,64 |
| Impôts et taxes | 102 600,32 | 95 682,60 |
| Frais de personnel | 1 180 752,26 | 1 020 631,76 |
| Amortissement | 186 265,50 | 205 057,78 |
| **Charges d'exploitation** | **55 501 719,41** | **73 773 636,78** |
| Pertes de change | 1 451 539 690,71 | 1 620 683 643,02 |
| Charges sur instruments financiers à terme | 546 450 601,59 | 1 827 246 408,21 |
| Charges sur cession de valeurs mobilières | 2 545 629 568,79 | 2 940 815 447,88 |
| Autres charges financières | 140 343 333,23 | 2 668 838,41 |
| Attribution de la part du résultat à la CNIEG | -14 862 796,92 | -318 546 041,77 |
| **Charges financières** | **4 669 100 397,40** | **6 072 868 295,75** |
| **Charges exceptionnelles** | **0,00** | **1 987,63** |
| **Total charges** | **4 724 602 116,81** | **6 146 643 920,16** |
| **Résultat de l'exercice** | **-133 555 062,47** | **-2 559 487 942,20** |
| TOTAL | 4 591 047 054,34 | 3 587 155 977,96 |

| PRODUITS | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---|---|---|
| Revenus des valeurs mobilières | 881 197 949,53 | 1 030 789 512,78 |
| Gains de change | 1 934 032 775,85 | 1 198 464 349,83 |
| Produits sur instruments financiers à terme | 490 989 151,21 | 500 861 119,98 |
| Produits sur cession de valeurs mobilières | 979 579 427,88 | 772 415 830,55 |
| Autres produits financiers | 305 193 138,09 | 84 476 905,13 |
| **Produits financiers** | **4 590 992 442,56** | **3 587 007 718,27** |
| **Produits exceptionnels** | **54 611,78** | **148 259,69** |
| **Total produits** | **4 591 047 054,34** | **3 587 155 977,96** |
| TOTAL | 4 591 047 054,34 | 3 587 155 977,96 |

# Annexe aux comptes

arrêtés au 31/12/2009

## Règles et méthodes comptables utilisées

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis n°2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n°2008-10 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°2004-803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil Interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité sociale en date du 20 avril 2005, est comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette.

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*. Cette rémunération est acquise au terme du mandat de gestion si la surperformance est confirmée sur la durée du mandat.

## 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 l'exercice 2010.

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

**La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :**

- La contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi N° 2004-803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse Nationale des Industries Électriques et Gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des solidarités, de la santé et de la famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 € 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 soulte versée par la CNIEG,
- La quote-part des plus ou moins-values latentes à la date d'arrêté.

# Variations de la valeur du portefeuille de valeurs mobilières

**PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2008**

| | Valeur d'acquisition | Ecarts d'estimation[1] | Coupons courus | Valeur Bilan |
|---|---|---|---|---|
| Actions | 16 923 938 985,90 | -4 894 502 489,30 | - | 12 029 436 496,60 |
| Obligations | 11 405 710 335,49 | 36 298 802,14 | 232 650 029,28 | 11 674 659 166,91 |
| TCN | 450 406 670,52 | -25 097 160,29 | 324 408,27 | 425 633 918,50 |
| OPCVM | 136 951 026,99 | -18 417 724,57 | - | 118 533 302,42 |
| Capital Inv. | 187 542 618,18 | -30 002 728,52 | - | 157 539 889,66 |
| **TOTAL** | **29 104 549 637,08** | **-4 931 721 300,54** | **232 974 437,55** | **24 405 802 774,09** |

**PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2009**

| | Valeur d'acquisition | Ecarts 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 Inv. | 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** |

| | 31/12/2008 | 31/12/2009 |
|---|---|---|
| Actions | 12 029 436 496,60 | 14 728 511 734,58 |
| Obligations | 11 674 659 166,91 | 11 894 200 443,81 |
| TCN | 425 633 918,50 | 3 866 912 939,79 |
| OPCVM | 118 533 302,42 | 447 616 483,20 |
| Capital Inv. | 157 539 889,66 | 221 941 088,24 |
| **TOTAL** | **24 405 802 774,09** | **31 159 182 689,62** |

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

## Ventilation du portefeuille par maturité résiduelle

| | 31/12/2008 | 31/12/2009 |
|---|---|---|
| < 3 mois | 2,71 % | 17,12 % |
| > 3 mois < 1 an | 3,18 % | 6,81 % |
| 1 à 3 ans | 14,36 % | 11,62 % |
| 3 à 5 ans | 15,80 % | 16,28 % |
| 5 à 7 ans | 9,59 % | 9,21 % |
| 7 à 10 ans | 21,52 % | 13,68 % |
| 10 à 15 ans | 11,76 % | 10,44 % |
| > 15 ans | 21,08 % | 14,84 % |
| | **100,00 %** | **100,00 %** |

## Ventilation du portefeuille par nature de taux

| | 31/12/2008 | 31/12/2009 |
|---|---|---|
| Taux fixe | 91,14 % | 79,34 % |
| Taux indexé | 8,31 % | 20,20 % |
| Taux variable | 0,55 % | 0,46 % |
| | **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 | 300 574 220,07 | 5 147 821,73 | - | - | - | 305 722 041,80 |
| CAD | 171 753 300,68 | 7 683 055,98 | - | - | - | 179 436 356,66 |
| CHF | 311 777 896,89 | - | - | - | - | 311 777 896,89 |
| DKK | 76 359 803,00 | - | - | - | - | 76 359 803,00 |
| EUR | 8 153 726 050,56 | 10 639 213 169,43 | 2 458 227 786,61 | 1 950,18 | 123 210 732,00 | 21 374 379 688,78 |
| GBP | 893 507 723,84 | 152 829 590,57 | - | 1 307 576,06 | - | 1 047 644 890,47 |
| HKD | 190 901 127,43 | - | - | - | - | 190 901 127,43 |
| JPY | 587 393 219,96 | 155 195 436,32 | - | - | - | 742 588 656,28 |
| NOK | 63 767 729,33 | - | - | - | - | 63 767 729,33 |
| NZD | 5 170 897,87 | - | - | - | - | 5 170 897,87 |
| SEK | 104 563 908,74 | 11 856 434,05 | - | - | - | 116 420 342,79 |
| SGD | 75 134 504,10 | - | - | - | - | 75 134 504,10 |
| USD | 3 793 881 352,11 | 922 274 935,73 | 1 406 442 950,34 | 446 306 956,96 | 98 730 356,24 | 6 667 636 551,38 |
| **TOTAL NET D'IPA[5]** | **14 728 511 734,58** | **11 894 200 443,81** | **3 864 670 736,95** | **447 616 483,20** | **221 941 088,24** | **31 156 940 486,78** |

| | |
|---|---|
| IPA sur BTF | 1 987 023,19 |
| IPA sur Bons du Trésor Étrangers | 255 179,65 |
| IPA sur certificats de dépôts | - |
| **TOTAL IPA** | **2 242 202,84** |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **TOTAL PORTEFEUILLE** | **114 728 511 734,58** | **11 894 200 443,81** | **3 866 912 939,79** | **447 616 483,20** | **221 941 088,24** | **31 159 182 689,62** |

*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 2009

| Valeurs mobilières | Total net d'IPA | IPA | Total portefeuille |
|---|---|---|---|
| **Actions** | | | |
| Européennes zone Euro | 8 153 726 050,56 | - | 8 153 726 050,56 |
| Européennes hors zone Euro | 1 449 977 061,80 | - | 1 449 977 061,80 |
| Amérique | 3 965 634 652,79 | - | 3 965 634 652,79 |
| Asie hors Japon | 571 780 749,47 | - | 571 780 749,47 |
| Japon | 587 393 219,96 | - | 587 393 219,96 |
| | **14 728 511 734,58** | **-** | **14 728 511 734,58** |
| **Obligations** | | | |
| Européennes zone Euro | 10 639 213 169,43 | - | 10 639 213 169,43 |
| Européennes hors zone Euro | 164 686 024,62 | - | 164 686 024,62 |
| Amérique | 929 957 991,71 | - | 929 957 991,71 |
| Asie hors Japon | 5 147 821,73 | - | 5 147 821,73 |
| Japon | 155 195 436,32 | - | 155 195 436,32 |
| | **11 894 200 443,81** | **-** | **11 894 200 443,81** |
| **Titres de créances négociables** | | | |
| Européens zone Euro | 2 458 227 786,61 | 1 987 023,19 | 2 460 214 809,80 |
| Amérique | 1 406 442 950,34 | 255 179,65 | 1 406 698 129,99 |
| | **3 864 670 736,95** | **2 242 202,84** | **3 866 912 939,79** |
| **OPCVM** | | | |
| Européens zone Euro | 1 950,18 | - | 1 950,18 |
| Européens hors zone Euro | 1 307 576,06 | - | 1 307 576,06 |
| Amérique | 446 306 956,96 | - | 446 306 956,96 |
| | **447 616 483,20** | **-** | **447 616 483,20** |
| **Fonds d'investissement** | | | |
| Europe | 123 210 732,00 | - | 123 210 732,00 |
| Amérique | 98 730 356,24 | - | 98 730 356,24 |
| | **221 941 088,24** | **-** | **221 941 088,24** |
| **TOTAL GÉNÉRAL** | **31 156 940 486,78** | **2 242 202,84** | **31 159 182 689,62** |

# Dotations affectées au FRR à recevoir

| | |
|---|---|
| ACOSS - Épargne Salariale | 2 688 437,91 |
| SCBCM MINEFE | 100 819 856,18 |
| *Contribution sociale sur les revenus du patrimoine (rôles individuels et supplémentaires nov. 2009)* | *2 214 127,03* |
| *Contribution sociale sur les revenus du patrimoine (rôle général déc. 2009)* | *5 632 437,34* |
| *Produits à recevoir sur les revenus du patrimoine (rôles individuels et supplémentaires nov. & déc. 2009)* | *22 651 899,76* |
| *Produits à recevoir au titre du prélèvement social (2 %) et prélèvement additionnel (0,3 %) sur les produits de placement* | *70 321 392,05* |
| Caisse des dépôts et consignations | 6 648 222,13 |
| *Participation des salariés du BTP* | *436 412,11* |
| *Consignations prescrites* | *6 211 810,02* |
| **TOTAL** | **110 156 516,22** |

# Dotations affectées au FRR perçues d'avance

| | |
|---|---|
| SCBCM MINEFE | |
| *Produits constatés d'avance au titre du prélèvement social (2 %) et prélèvement additionnel (0,3%) sur les produits de placement* | *93 779 873,85* |
| **TOTAL** | **93 779 873,85** |

# Dettes d'exploitation

| DETTES | 31/12/2009 | > 1 AN | < 1 AN |
|---|---|---|---|
| État et organismes sociaux | 39 623,20 | - | 39 623,20 |
| Autres dettes | 32 204 425,26 | - | 32 204 425,26 |
| **TOTAL** | **32 244 048,46** | **-** | **32 244 048,46** |

# Créances liées à la gestion financière

| CRÉANCES | 31/12/2009 |
|---|---|
| **liées aux instruments financiers** | |
| Coupons échus à l'encaissement | 31 536 127,98 |
| Intérêts courus non échus | - |
| Ventes en attente de règlement | 69 774 638,40 |
| **TOTAL** | **101 310 766,38** |
| **liées aux opérations de change** | |
| Achats à terme | 854 772 234,44 |
| Devises à recevoir à terme | 12 910 271 275,72 |
| Devises à recevoir au comptant | 837 842,09 |
| Déport | 7 273 414,21 |
| **TOTAL** | **13 773 154 766,46** |
| **liées aux instruments financiers à terme** | |
| Dépôts de garantie | 14 469 193,59 |
| Marge à recevoir | 2 883 649,65 |
| Écart d'estimation sur contrat de *swap* | 12 243 422,61 |
| **TOTAL** | **29 596 265,85** |

# Dettes liées à la gestion financière

| DETTES | 31/12/2009 |
|---|---|
| **liées aux instruments financiers** | |
| Achats en attente de règlement | 51 970 069,83 |
| **TOTAL** | **51 970 069,83** |
| **liées aux opérations de change** | |
| Ventes à terme | 13 144 661 368,49 |
| Devises à livrer à terme | 843 684 840,61 |
| Devises à livrer au comptant | 840 613,94 |
| Report | 11 452 629,25 |
| **TOTAL** | **14 000 639 452,29** |

# Évolution des capitaux propres

| | 31/12/2008 | 31/12/2009 | ÉVOLUTION |
|---|---|---|---|
| Dotations | 24 607 005 853,79 | 26 068 461 679,37 | 5,94 % |
| Réserves | 6 637 716 246,06 | 4 078 228 303,87 | -38,56 % |
| Écarts d'estimation | -3 976 932 489,63 | -39 770 653,51 | -99,00 % |
| Résultat de l'exercice | -2 559 487 942,20 | -133 555 062,47 | -94,78 % |
| | **24 708 301 668,03** | **29 973 364 267,26** | **21,31 %** |

# Contribution exceptionnelle CNIEG

**APPLICATION DE LA CONVENTION CNAV-FRR**

| | |
|---|---|
| Fonds propres au 31/12/2008 | 24 708 301 668,03 |
| Abondements 2009 | 1 461 455 825,58 |
| Soulte CNIEG au 31/12/2008 | 2 912 325 327,13 |
| | **29 082 082 820,74** |
| **Quote part CNAV au 31/12/2009** | **10,01%** |

**Abondements**

| | |
|---|---|
| Abondements cumulés au 31/12/2008 | 24 607 005 853,79 |
| Abondements cumulés au 31/12/2009 | 26 068 461 679,37 |
| | 1 461 455 825,58 |

| **Répartition au 31 décembre 2009** | **31/12/2008** | **31/12/2009** | **à répartir** |
|---|---|---|---|
| Charges d'exploitation | | -55 501 719,41 | -55 501 719,41 |
| Résultat financier | | -92 970 751,76 | -92 970 751,76 |
| Résultat exceptionnel | | 54 611,78 | 54 611,78 |
| **RÉSULTAT GLOBAL** | | **-148 417 859,39** | **-148 417 859,39** |
| | | | |
| Écart d'estimation capital investissement | -30 002 728,52 | -49 081 480,41 | -19 078 751,89 |
| Écart d'estimation change | -21 870 484,49 | 3 330 832,78 | 25 201 317,27 |
| Écart d'estimation change à terme | 408 887 827,52 | -230 068 686,10 | -638 956 513,62 |
| Écart d'estimation dérivés | 9 795 481,79 | 14 245 743,46 | 4 450 261,67 |
| Écart d'estimation *swaps* | -14 357 084,28 | 12 243 422,61 | 26 600 506,89 |
| Écart d'estimation valeurs mobilières | -4 901 718 572,02 | 75 377 089,05 | 4 977 095 661,07 |
| **ÉCART D'ESTIMATION TOTAL** | **-4 549 265 560,00** | **-173 953 078,61** | **4 375 312 481,39** |

| | |
|---|---|
| [Produits financiers et exceptionnels] – [charges de fonctionnement] | -148 417 859,39 |
| Pourcentage de répartition | 10,01% |
| **À PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV** | **-14 862 796,92** |

| | |
|---|---|
| Écart d'estimation | 4 375 312 481,39 |
| Pourcentage de répartition | 10,01% |
| **À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV** | **438 150 645,27** |

**Récapitulation**

| | |
|---|---|
| Produits financiers moins charges de fonctionnement | -14 862 796,92 |
| Ecart d'estimation (plus-values latentes) | 438 150 645,27 |
| **TOTAL** | **423 287 848,35** |
| | |
| ***Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2008*** | ***2 912 325 327,13*** |
| | |
| **CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2009** | **3 335 613 175,48** |

# Disponibilités

| DEVISES | TOTAL |
|---|---|
| AUD | 13 389 101,25 |
| CAD | 18 377 999,48 |
| CHF | 9 587 155,86 |
| DKK | 419 045,85 |
| EUR | 2 013 855 131,66 |
| GBP | 41 104 122,52 |
| HKD | 5 856 608,98 |
| JPY | 29 224 194,04 |
| NOK | 1 809 168,90 |
| NZD | 30 581,41 |
| SEK | 3 022 581,83 |
| SGD | 295 610,94 |
| USD | 179 702 021,56 |
| **TOTAL** | **2 316 673 324,28** |

# Charges d'exploitation

| | MONTANT |
|---|---|
| **Services extérieurs** | **54 032 101,33** |
| Gestion administrative (Caisse des Dépôts) | 23 570 729,34 |
| Rémunération des sociétés d'investissement | 27 166 902,64 |
| Autres services extérieurs | 3 294 469,35 |
| *dont frais de négociation sur instruments financiers à terme* | *2 305 801,62* |
| **Impôts et taxes** | **102 600,32** |
| **Personnel** | **1 180 752,26** |
| **Amortissements** | **186 265,50** |
| **TOTAL** | **55 501 719,41** |

# Intérêts perçus d'avance

Les intérêts perçus d'avance s'élèvent à 2 242 202,84 €. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN, Bons du Trésor étrangers).

# Engagements hors bilan

**CONTRATS DE CHANGE À TERME**

| Codes devises | Devise à livrer[7] | % | Devise à recevoir[8] | % |
|---|---|---|---|---|
| AUD | 0,00 | 0,00 | 291 833 532,67 | 2,26 |
| CAD | 0,00 | 0,00 | 748 666 508,77 | 5,81 |
| CHF | 1 338 688,09 | 0,16 | 840 988 525,17 | 6,51 |
| DKK | 0,00 | 0,00 | 74 975 415,51 | 0,58 |
| GBP | 7 262 229,64 | 0,86 | 1 194 809 274,26 | 9,25 |
| HKD | 0,00 | 0,00 | 164 031 472,13 | 1,27 |
| JPY | 0,00 | 0,00 | 1 199 388 664,00 | 9,29 |
| NOK | 2 426 922,88 | 0,29 | 57 389 006,92 | 0,44 |
| NZD | 0,00 | 0,00 | 4 589 586,88 | 0,04 |
| SEK | 0,00 | 0,00 | 110 459 516,76 | 0,86 |
| SGD | 0,00 | 0,00 | 60 844 870,61 | 0,47 |
| USD | 832 657 000,00 | 98,69 | 8 162 294 902,04 | 63,22 |
| **TOTAL** | **843 684 840,61** | **100,00** | **12 910 271 275,72** | **100,00** |

*7/ Correspondant aux opérations d'achats à terme de devises. 8/ Correspondant aux opérations de ventes à terme de devises.*

# Autres engagements

## ENGAGEMENTS HORS BILAN VALORISÉS SUR DÉRIVÉS

### Futures sur change

**Position acheteuse**

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Cours | Eng. HB valorisé |
|---|---|---|---|---|
| EC0310 | CHI FUTUR EUR/U 0310 | USD | 1,43 | 749 544 066,96 |
| **TOTAL** | | | | **749 544 066,96** |

### Futures sur indices

**Position acheteuse**

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Cours | Eng. HB valorisé |
|---|---|---|---|---|
| AP0310 | SYD FUTURE SPI2 0310 | AUD | 4 879,00 | 23 778 740,68 |
| AP0310 | SYD FUTURE SPI2 0310 | AUD | 4 879,00 | 458 753,84 |
| BXF0110 | BEL FUTURE BEL2 0110 | EUR | 2 513,30 | 19 050 814,00 |
| EMD0310 | CHI FUTURE SPI4 0310 | USD | 724,90 | 25 211 716,33 |
| FCE0110 | Mar CAC40 0110 | EUR | 3 941,50 | 156 753 455,00 |
| FCE0110 | Mar CAC4 0110 | EUR | 3 941,50 | 1 064 205,00 |
| FDAX0310 | EUR FUTURE DAX 0310 | EUR | 5 959,50 | 310 638 937,50 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 397 802 200,00 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 3 804 160,00 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 15 454 400,00 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 1 812 920,00 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 4 428 280,00 |
| FESX0310 | EUR DJ EURO STO 0310 | EUR | 2 972,00 | 832 160,00 |
| FTI0110 | AEX FUTURE AEX 0110 | EUR | 335,50 | 89 712 700,00 |
| GI0110 | CHI FUTUR GOLDM 0110 | USD | 525,00 | 49 124 411,92 |
| HSI0110 | HKF HANG SENG I 0110 | HKD | 21 925,00 | 12 908 535,66 |
| HSI0110 | HKF HANG SENG I 0110 | HKD | 21 925,00 | 985 384,40 |
| RTA0310 | ICE RUSSELL 200 0310 | USD | 630,70 | 34 859 390,14 |
| SP0310 | CHI SP500 0310 | USD | 1 110,70 | 4 451 315,56 |
| SP0310 | CHI SP500 0310 | USD | 1 110,70 | 2 128 890,05 |
| TP0310 | TOK TOPIX 0310 | JPY | 904,50 | 58 644 017,66 |
| TP0310 | TOK TOPIX 0310 | JPY | 904,50 | 474 027,86 |
| Z0310 | LIF FTSE100 0310 | GBP | 5 361,50 | 1 810 400,13 |
| Z0310 | LIF FTSE100 0310 | GBP | 5 361,50 | 2 172 480,16 |
| **TOTAL** | | | | **1 218 362 295,89** |

**Position vendeuse**

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Cours | Eng. HB valorisé |
|---|---|---|---|---|
| FSMI0310 | EUR FUTURE SMI 0310 | CHF | 6 490,00 | 66 950 072,48 |
| NQ0310 | CHI NASDAQ 100 0310 | USD | 1 858,75 | 5 052 535,29 |
| YM0310 | CBO FUTURE DJ M 0310 | USD | 10 365,00 | 39 588 917,93 |
| Z0310 | LIF FTSE100 0310 | GBP | 5 361,50 | 147 849 344,36 |
| ES0310 | CHI FUTUR SPMIN 0310 | USD | 1 110,70 | 105 167 168,50 |
| **TOTAL** | | | | **364 608 038,56** |

## Futures sur taux

### Position acheteuse

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Cours | Eng. HB valorisé |
|---|---|---|---|---|
| FGBL0310 | EUR EURO BUND F 0310 | EUR | 121,19 | 156 941 050,00 |
| FGBL0310 | EUR EURO BUND F 0310 | EUR | 121,19 | 56 474 540,00 |
| FGBM0310 | EUR EURO BOBL F 0310 | EUR | 115,66 | 124 565 820,00 |
| FGBM0310 | EUR EURO BOBL F 0310 | EUR | 115,66 | 56 904 720,00 |
| FGBS0310 | EUR EURO SCHATZ 0310 | EUR | 107,96 | 74 816 280,00 |
| FGBS0310 | EUR EURO SCHATZ 0310 | EUR | 107,96 | 117 028 640,00 |
| FGBS0310 | EUR EURO SCHATZ 0310 | EUR | 107,96 | 23 859 160,00 |
| FGBX0310 | EUR FUTURE EURO 0310 | EUR | 96,72 | 57 064 800,00 |
| FGBX0310 | EUR FUTURE EURO 0310 | EUR | 96,72 | 50 584 560,00 |
| I0310 | LIF 3MO EURO EU 0310 | EUR | 99,24 | 33 491 812,50 |
| I0610 | LIF 3MO EURO EU 0610 | EUR | 98,88 | 23 482 812,50 |
| I0910 | LIF 3MO EURO EU 0910 | EUR | 98,49 | 8 371 650,00 |
| I1210 | LIF 3MO EURO EU 1210 | EUR | 98,15 | 4 416 525,00 |
| **TOTAL** | | | | **788 002 370,00** |

### Position vendeuse

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Cours | Eng. HB valorisé |
|---|---|---|---|---|
| FGBL0310 | EUR EURO BUND F 0310 | EUR | 121,19 | 167 605 770,00 |
| FGBL0310 | EUR EURO BUND F 0310 | EUR | 121,19 | 45 082 680,00 |
| FGBM0310 | EUR EURO BOBL F 0310 | EUR | 115,66 | 73 444 100,00 |
| FGBM0310 | EUR EURO BOBL F 0310 | EUR | 115,66 | 46 264 000,00 |
| FGBS0310 | EUR EURO SCHATZ 0310 | EUR | 107,96 | 101 374 440,00 |
| FV0310 | CBO UST NOTE 5 0310 | USD | 114,38 | 129 628 097,24 |
| JGB0310 | TOK JPN 10Y BON 0310 | JPY | 139,70 | 37 652 703,07 |
| R0310 | LIF GILT FUTURE 0310 | GBP | 114,45 | 10 820 867,80 |
| SXF600310 | MON FUTURE TSE6 0310 | CAD | 690,80 | 12 951 638,85 |
| TY0310 | CBO T NOTE US 1 0310 | USD | 115,45 | 26 313 414,80 |
| **TOTAL** | | | | **651 137 711,76** |

## ENGAGEMENTS HORS BILAN SUR *SWAPS*

### *Swaps* matières premières

| Code valeur | Libellé valeur | Devise | Eng. nominal en € |
|---|---|---|---|
| SWAP412331 | Swap SG2 GSCI Energy & Metals | USD | 315 753 110,29 |
| SWAP426600 | Swap SG3 GSCI Energy & Metals | USD | 463 955 902,58 |
| SWAP426605 | Swap CS4 GSCI Energy & Metals | USD | 453 040 599,41 |
| **TOTAL** | | | **1 232 749 612,28** |

# Fonds d'investissement

| | | Panthéon Ventures | Access Capital Partners | Antin Infrastructures | Total |
|---|---|---|---|---|---|
| Engagements initiaux | EUR | 550 000 000 | 300 000 000 | 50 000 000 | 900 000 000 |
| Solde de l'exercice précédent | EUR | 55 055 000 | 45 000 000 | 0 | 100 055 000 |
| Versements de la période | EUR | 27 500 000 | 15 000 000 | 18 446 508[9] | 60 946 508 |
| Distribution d'avoirs | EUR | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Solde à la date d'arrêté | EUR | 82 555 000 | 60 000 000 | 18 446 508 | 161 001 508 |
| Valorisation à la date d'arrêté | EUR | 61 465 118 | 44 494 864 | 17 250 750 | 123 210 732 |

| | | NBEL[10] | Axa IM Private Equity Europe | Total | | NBEL[10] | Axa IM Private Equity Europe | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Engagements initiaux | USD | 280 711 144 | 198 000 000 | 478 711 144 | EUR[11] | 195 651 597 | 138 003 129 | 333 654 726 |
| Solde de l'exercice précédent | USD | 74 853 720 | 52 067 454 | 126 921 174 | EUR[12] | 51 271 927 | 36 215 691 | 87 487 618 |
| Versements de la période | USD | 24 824 638 | 5 898 020 | 30 722 658 | EUR[12] | 18 478 008 | 4 055 433 | 22 533 441 |
| Distribution d'avoirs | USD | 0 | 0 | 0 | EUR[12] | 0 | 0 | 0 |
| Solde à la date d'arrêté | USD | 99 678 358 | 57 965 474 | 157 643 832 | EUR[12] | 69 749 935 | 40 271 124 | 110 021 059 |
| Valorisation à la date d'arrêté | USD | 94 870 953 | 46 770 645 | 141 641 598 | EUR[11] | 66 123 679 | 32 606 677 | 98 730 356 |

| | |
|---|---|
| **Total engagements initiaux (EUR)** | **1 233 654 726** |
| **Total versements nets sur la période (EUR)** | **83 479 949** |
| **Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)** | **221 941 088** |

*9/ Dont 256 508€ versés au titre de la prime de Commission et de la prime de souscription conformément au règlement du fonds.*
*10/ Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brother Int. Europe.*
*11/ Sur la base d'une parité $ vs € de 0,6969855 à la date d'arrêté.*
*12/ Sur la base d'une parité $ vs € en date d'opération.*

# Compléments d'information

**Opérations sur les marchés à terme**

**TITRES ET ESPÈCES EN DÉPOSIT AU 31/12/2009**

| Code valeur | Libellé valeur | Quantité | Prix de revient | Valeur boursière |
|---|---|---|---|---|
| AU300TB01216 | AUSTRALIA 5.25 15/08/10 | 8 000 | 4 688 597,71 | 5 147 821,73 |
| FR0116114945 | BTF 11/03/10 | 100 000 000 | 100 000 000,00 | 99 907 701,94 |
| FR0117173718 | BTF 29/07/10 | 100 000 000 | 100 000 000,00 | 99 658 641,47 |
| GB00B0LNX641 | GILT 4.25 07/03/11 | 25 000 000 | 29 728 892,44 | 29 666 118,01 |
| JP1050461555 | JAPAN 0.5 20/03/10 N.46 | 30 000 | 11 648 288,74 | 11 254 926,72 |
| US912795U411 | USA TREASURY BILL 06/05/10 | 100 000 000 | 70 886 618,28 | 69 674 119,53 |
| US912795U585 | USA TREASURY BILL 03/06/10 | 50 000 000 | 35 646 811,40 | 34 823 377,59 |
| **SOUS-TOTAL TITRES** | | | **352 599 208,57** | **350 132 706,99** |

| Code valeur | Libellé valeur | Quantité | Prix de revient | Valeur boursière |
|---|---|---|---|---|
| DG.AUD | DEPOSIT AUD | 36 000 | 22 253,20 | 22 566,28 |
| DG.CAD | DEPOSIT CAD | 2 199 600 | 1 370 690,45 | 1 462 402,76 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 1 589 280 | 1 589 280,00 | 1 589 280,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 1 566 300 | 1 566 300,00 | 1 566 300,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 5 562 150 | 5 562 150,00 | 5 562 150,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 1 450 800 | 1 450 800,00 | 1 450 800,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 67 500 | 67 500,00 | 67 500,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 170 190 | 170 190,00 | 170 190,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 357 120 | 357 120,00 | 357 120,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 415 710 | 415 710,00 | 415 710,00 |
| DG.EUR | DEPOSIT EUR | 78 120 | 78 120,00 | 78 120,00 |
| DG.GBP | DEPOSIT GBP | 74 250 | 83 147,68 | 83 572,51 |
| DG.GBP | DEPOSIT GBP | 89 100 | 99 494,88 | 100 287,01 |
| DG.HKD | DEPOSIT HKD | 10 276 950 | 938 886,62 | 923 762,48 |
| DG.HKD | DEPOSIT HKD | 784 500 | 69 574,38 | 70 516,22 |
| DG.JPY | DEPOSIT JPY | 2 100 000 | 15 933,44 | 15 722,31 |
| DG.USD | DEPOSIT USD | 517 500 | 375 091,39 | 360 690,01 |
| DG.USD | DEPOSIT USD | 247 500 | 171 118,28 | 172 503,92 |
| **SOUS-TOTAL ESPÈCES** | | | **14 403 360,32** | **14 469 193,50** |
| **TOTAL** | | | **367 002 568,89** | **364 601 900,49** |

# Frais de gestion

**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 5 352 986,84 €.

# Résultats des derniers exercices

| | 31/12/2006 | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 |
|---|---|---|---|---|
| Résultats de l'exercice | 2 133 257 018,38 | 2 724 542 270,38 | -2 559 487 942,20 | -133 555 062,47 |

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

# Tableaux des effectifs directement rémunérés par le FRR

**TABLEAU DES EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATEGORIE**

| Catégorie | CDI | CDD | INTERIM | AUTRES | TOTAL |
|---|---|---|---|---|---|
| Direction | 2 | - | - | - | 2 |
| Cadres | 3 | - | - | - | 3 |
| Employés | 5 | - | - | - | 5 |
| **TOTAL** | **10** | **-** | **-** | **-** | **10** |
| Autres[13] | - | - | - | 1 | - |

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

# Immobilisations

**TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS**

| | Immobilisations | | | Amortissements | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rubriques et postes | Valeur brute au début de l'exercice | Augmentation | Valeurs brutes à la fin de l'exercice | Cumulés au début de l'exercice | Dotation | Cumulés à la fin de l'exercice | Valeur nette comptable |
| Immobilisations incorporelles | 1 182 827,02 | 196 158,66 | 1 378 985,68 | -709 467,12 | -183 824,57 | -893 291,69 | 485 693,99 |
| **I - TOTAL** | **1 182 827,02** | **196 158,66** | **1 378 985,68** | **-709 467,12** | **-183 824,57** | **-893 291,69** | **485 693,99** |
| Immobilisations corporelles | 10 498,91 | 0,00 | 10 498,91 | -6 853,33 | -2 440,93 | -9 294,26 | 1 204,65 |
| **II - TOTAL** | **10 498,91** | **0,00** | **10 498,91** | **-6 853,33** | **-2 440,93** | **-9 294,26** | **1 204,65** |
| **TOTAL GÉNÉRAL** | **1 193 325,93** | **196 158,66** | **1 389 484,59** | **-716 320,45** | **-186 265,50** | **-902 585,95** | **486 898,64** |

# Rapport général des commissaires aux comptes

## Exercice clos au 31 décembre 2009

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 2009, 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 :

Les comptes ont été établis dans un contexte de volatilité des marchés et de manque de visibilité sur le futur qui prévalait déjà à la clôture de l'exercice 2008. C'est dans ce contexte que nous avons procédé à nos propres appréciations que nous portons à votre connaissance.

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.

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.

Levallois-Perret et Paris La Défense, le 16 avril 2010
Les Commissaires aux Comptes

**Constantin Associés**

Françoise Constant
*Associée*

**Mazars**

*Pierre Masieri*
*Associé*

Gilles Dunand-Roux
*Associé*

# Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR[1]

au 31 décembre 2009

### Actions grandes capitalisations de la zone Euro, gestion passive

*Taille indicative du lot : 3 Mds €*
*pour une durée de 3 ans[2]*
- BlackRock Advisors (UK) Limited
- CCR AM
- Vanguard Investments Europe SA

### Actions moyennes et grandes capitalisations de la zone Euro, gestion passive

*Taille indicative du lot : 1 Md€*
*pour une durée de 4 ans[2]*
- BlackRock Advisors (UK) Limited

### Actions Europe petites capitalisations, gestion active

*Taille indicative du lot : 600 M€*
*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 Mds €*
*pour une durée de 4 ans[2]*
- State Street Global Advisors France SA
- Robeco Institutional Asset Management BV

### Actions Europe grandes et moyennes capitalisations, gestion active socialement responsable

*Taille indicative du lot : 600 M€*
*pour une durée de 5 ans[2]*
- Allianz Global Investors France
- Aviva Investors
- Pictet Asset Management
- UFG-LFP(ex-Sarasin AM)

### Actions France, gestion passive

*Taille indicative d'un mandat : 500 M€*
*pour une durée de 4 ans[2]*
- Amundi AM
- BNP Paribas Asset Management★

### Actions moyennes et grandes capitalisations zone Amérique du Nord, gestion passive

*Taille indicative du lot : 2,8 Mds €*
*pour une durée de 3 ans[2]*
- BlackRock International Limited
- Vanguard Investments Europe SA

### Actions États-Unis petites capitalisations, gestion active

*Taille indicative d'un mandat : 250 M€*
*pour une durée de 5 ans[2]*
- Allianz Global Investors France (Nicholas Applegate Capital Management)
- BlackRock International Limited (BlackRock Capital Management, Inc.)

### Actions États-Unis style croissance, gestion active

*Taille indicative du lot : 800 M€*
*pour une durée de 4 ans[2]*
- Allianz Global Investors France (RCM Capital Management LLC)
- ING Investment Management SA

### Actions États-Unis style valeur, gestion active

*Taille indicative du lot : 500 M€*
*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 M€*
*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 M€*
*pour une durée de 4 ans*[2]
• BlackRock Advisors (UK) Limited

### Obligations – souverains et crédit – de la zone Euro, gestion active

*Taille indicative d'un mandat : 960 M€*
*pour une durée de 4 ans*[2]
• Allianz Global Investors France
• AXA Investment Managers Paris
• Amundi AM*
• HSBC Investments (France)

### Obligations internationales non libellées en euro – souverains et crédit, gestion active

*Taille indicative d'un mandat : 480 M€*
*pour une durée de 4 ans*[2]
• Capital International Limited*
• Natixis AM (Loomis, Sayles & Company, L.P.)

### Obligations en euros indexées sur l'inflation

*Taille indicative du lot : 4 Mds €*
*pour une durée de 5 ans*[2]
• Axa IM
• BlackRock Advisors (UK) Limited
• BNP Paribas Asset Management
• Amundi AM
• Natixis Asset Management
• Sinopia Asset Management (groupe HSBC)

### Obligations en euros crédit « Investment Grade », gestion active

*Taille indicative du lot : 1 Md€*
*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

### Obligations en US dollars crédit « Investment Grade », gestion active

*Taille indicative du lot : 1,5 Mds €*
*pour une durée de 5 ans*[2]
• Axa IM
• BlackRock International Limited
• Conning AM
• Deutsche AM International
• Schroder IM

### 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

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

Conception graphique efil
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

FONDS DE RESERVE
POUR LES RETRAITES

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