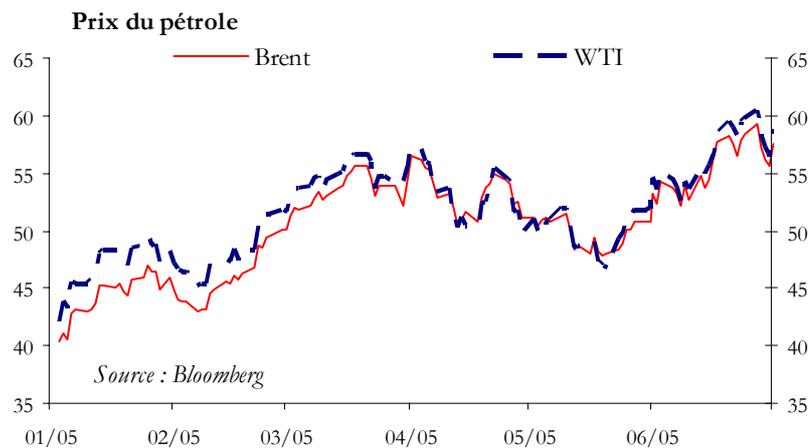


Faits saillants de l’activité au premier semestre 2005

1. ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS SUR LE PREMIER SEMESTRE 2005

Le rythme de l'activité économique reste bien orienté aux Etats-Unis, mais tarde à se redresser en Europe

L'activité économique mondiale a globalement assez bien résisté au choc qu'a constitué, sur le premier semestre 2005, la hausse persistante des prix du pétrole. Toutefois, de part et d'autre de l'Atlantique, cette résilience apparente donne lieu à une lecture nécessairement divergente : alors qu'aux Etats-Unis, la croissance se consolide à un rythme proche de son potentiel et génère un nombre croissant d'emplois, l'activité européenne reste insuffisamment dynamique pour susciter un redressement du marché du travail et un redémarrage de l'investissement des entreprises.



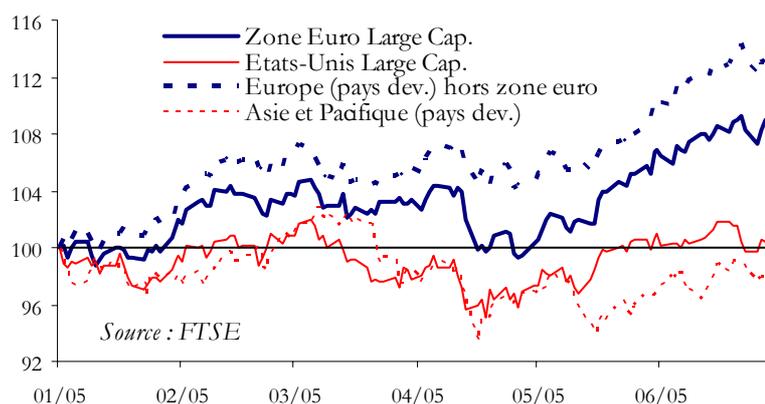
Aux Etats-Unis, la hausse de l'activité est restée, sur les six premiers mois de 2005, proche de son potentiel. Après avoir été favorable aux entreprises, le partage de la valeur ajoutée semble se diffuser aux ménages, grâce au redressement des créations d'emplois (plus de 188 000 en moyenne mensuelle). La croissance sur les deux premiers trimestres 2005 s'est ainsi élevée à respectivement +0,9% et +0,8%, la hausse du PIB observée au deuxième trimestre reposant moins sur les stocks et davantage sur l'investissement des entreprises et la contribution extérieure.

Au sein de la zone euro, l'activité reste nettement moins dynamique et la croissance continue de s'inscrire sous son rythme potentiel, alors qu'une reprise économique plus franche était espérée après un deuxième semestre 2004 déjà sensiblement ralenti : la hausse supplémentaire des prix du pétrole a pesé sur la demande et la confiance, dans un contexte où les politiques budgétaires et monétaire ne sont plus en mesure de soutenir l'activité ; la progression de la consommation des ménages européens demeure modeste et la bonne santé financière des entreprises tarde à se traduire par un rebond des investissements et une amélioration du marché de l'emploi. En hausse de, respectivement, + 0,5% et +0,3% sur les deux premiers trimestres 2005, le PIB de l'union monétaire affichait ainsi, à la fin du premier semestre, une croissance sur douze mois de 1,2%, alors qu'elle dépassait légèrement les 2% à la même période de 2004.

Ces évolutions macro-économiques globales n'ont pas entravé un rebond sensible des actions européennes à partir du deuxième trimestre

Dans ce contexte macro-économique mitigé, les marchés actions ont connu un semestre en demi-teinte : ils ont pâti au premier trimestre de la hausse du prix du pétrole et des incertitudes sur la dynamique de l'activité. A partir de la mi-avril, néanmoins, les bonnes nouvelles micro-économiques ont favorisé un redressement notable des performances boursières, les prévisions de profits étant revues à la hausse sur tous les marchés. Les marchés d'actions européens, caractérisés par une valorisation relative attractive, accentuée par la nouvelle détente des rendements obligataires, ont – sur la période – sensiblement surperformé les marchés américains et asiatiques.

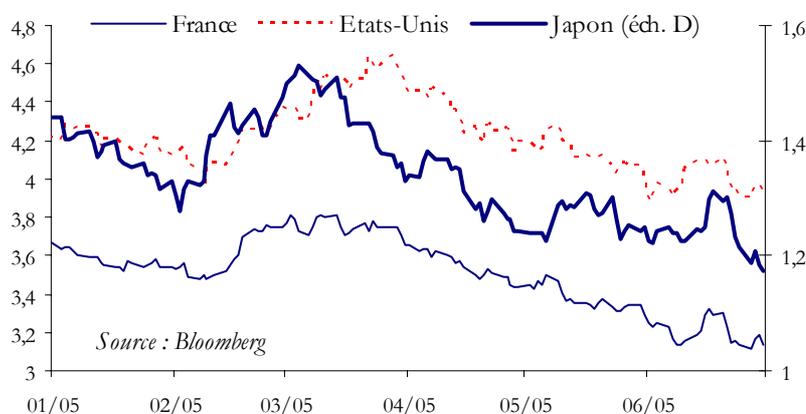
Indices Actions FTSE (rendement total, devise locale)



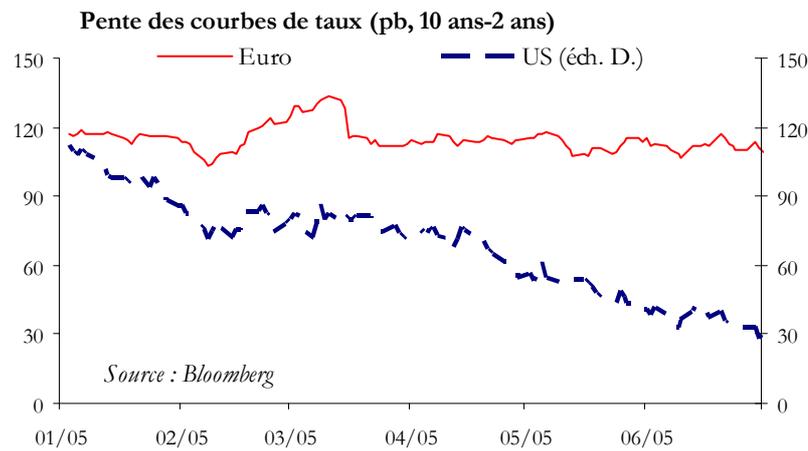
Des marchés de taux soutenus par l'atténuation des craintes inflationnistes

Révisant à la baisse les risques associés à un durcissement monétaire accéléré, les marchés obligataires ont poursuivi depuis le début de l'année leur appréciation, qui s'est encore accentuée au deuxième trimestre. Les taux du T-Notes américain et de l'OAT à 10 ans se sont ainsi repliés de 4,22% et 3,68% début janvier à respectivement 3,91% et 3,13% à la fin juin, impliquant un renchérissement des obligations correspondantes. Ces niveaux de taux sont historiquement bas, et n'avaient jamais été observés hors situation de crise. La relation qui lie traditionnellement taux d'intérêt et fondamentaux économiques (inflation, croissance, ...), et qui avait été bien vérifiée dans les années 80 et 90, semble ainsi remise en question, incitant un nombre croissant d'observateurs à mettre en avant des arguments de nature structurelle pour expliquer cette « énigme » obligataire (cf. point 2 « La stratégie d'investissement »).

Taux d'intérêt à 10 ans



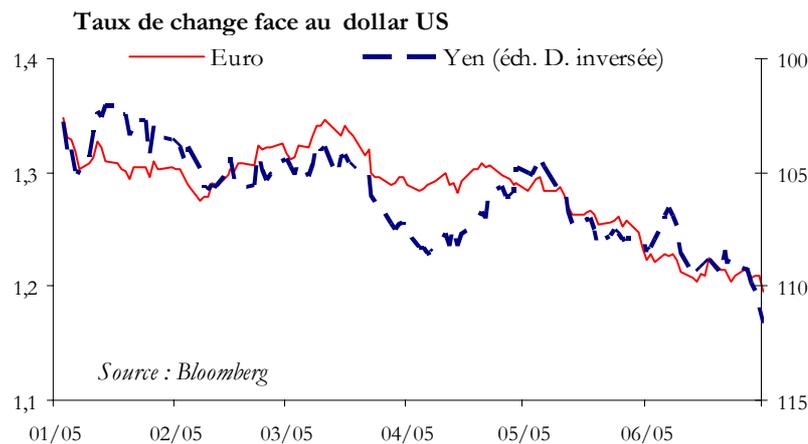
Les pentes des courbes de taux ont évolué différemment selon les marchés. En zone euro, la structure par terme n'a que très peu évolué, restant proche de 120 pb entre le niveau des taux à 10 ans et ceux des taux à 2 ans. La dynamique a été toute autre aux Etats-Unis, puisque la courbe des taux s'est aplatie de 70 pb au début de l'année, à seulement 30 pb fin juin, cet aplatissement résultant du mouvement simultané des deux extrémités de cette courbe : tandis que les taux longs baissaient au fur et à mesure de la dissipation des craintes inflationnistes, la partie courte accompagnait les durcissements monétaires successifs opérés par la Fed.



Dans un environnement non dénué d'incertitude (prix du pétrole, niveau du dollar, risque géopolitique, ...), mais sans émergence réelle d'un facteur nouveau d'instabilité, la perception du risque – mesurée au travers des primes exigées sur les émissions de crédit BBB ou les émissions souveraines émergentes (indice EMBI) - est restée globalement faible sur les marchés. Seule la dégradation des notes crédit de deux émetteurs prépondérants de l'industrie automobile est venue légèrement chahuter la tendance à la baisse des spreads, GMAC (BBB- à BB) et Ford (BBB- à BB+).

Soutenu par la hausse anticipée des taux directeurs de la Fed, le dollar s'est sensiblement réapprécié, à partir du deuxième trimestre

Le dollar a débuté l'année dans la poursuite de sa tendance dépréciatrice entamée en octobre 2004 face à l'euro et au yen. Le billet vert subissait alors les ajustements nécessaires de la devise en présence de déficits jumeaux (budgétaires et commerciaux) : l'euro a ainsi dépassé 1,34 dollar et le yen s'est renchéri à 102 yens pour 1 dollar. La perception des écarts de dynamique conjoncturelle, et des décalages de politique monétaire induits, ont ensuite pris le pas sur ces thèmes au deuxième trimestre : devant la très bonne tenue relative de la conjoncture américaine et la confirmation du mouvement de hausse des taux directeurs américains, le dollar s'est sensiblement réapprécié, atteignant fin juin le niveau de 110 yens et ne s'échangeant plus qu'à 1,21 dollar pour 1 euro.



2. LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT DU FRR :

POURSUITE D'UN RYTHME DE MONTEE EN CHARGE DIFFERENCIE SELON LES CLASSES D'ACTIFS

Conformément aux orientations déjà présentées dans son précédent rapport, le FRR a, au cours du premier semestre 2005, poursuivi la montée en charge de son portefeuille, en veillant à concilier un certain nombre d'impératifs :

- Etaler, autant que possible, l'acquisition des différentes catégories de titres entrant dans la composition de son portefeuille initial, afin de veiller à une diversification suffisante des prix d'achat ;
- Donner la priorité aux catégories d'actifs dont la valorisation semble, par rapport à une analyse fondamentale, relativement la plus favorable, et ce dans une perspective de moyen/long terme ; a contrario, retarder ou étaler davantage l'investissement dans des classes d'actifs jugées trop chères par rapport à leur prix d'équilibre estimé ;
- Dans la limite des deux principes évoqués ci-dessus, diversifier suffisamment le portefeuille, en investissant un éventail aussi large que possible de classes d'actifs, afin de réduire la vulnérabilité de son rendement à un ou plusieurs chocs spécifiques à une catégorie de titres.

La conciliation de ces objectifs et le diagnostic opéré sur la situation relative des différents marchés avaient conduit le FRR, en juin 2004, à démarrer la montée en charge de son portefeuille initial en privilégiant les mandats actions, et en particulier les actions européennes, en accélérant notamment l'investissement sur les petites et moyennes capitalisations qui semblaient offrir les opportunités de valorisation les plus intéressantes. Au titre de la nécessaire diversification du portefeuille, ont également été investis des mandats portant sur les actions américaines, les actions du bassin pacifique, les obligations de la zone euro, et les obligations internationales et européennes indexées sur l'inflation.

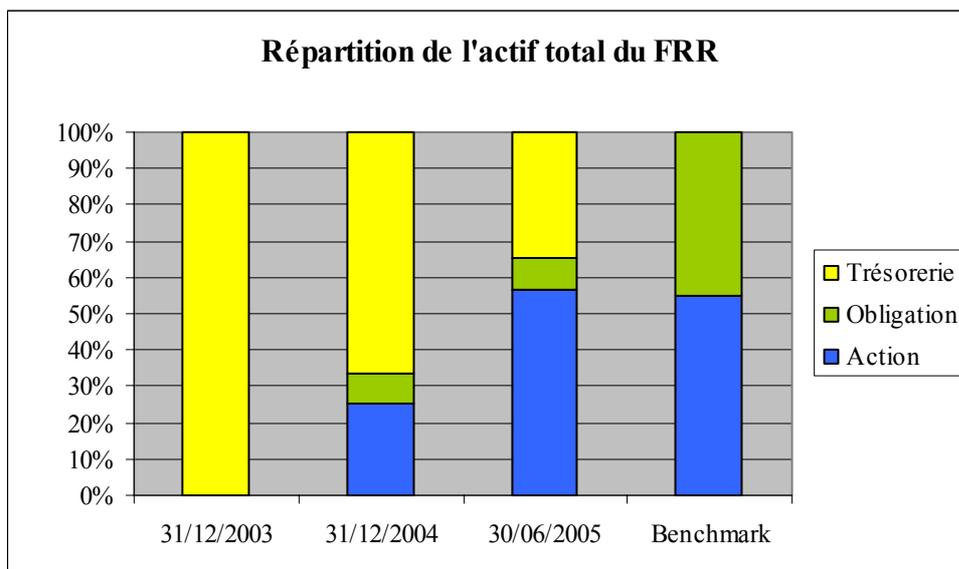
Cette stratégie a été poursuivie sur le premier semestre de l'année. Dans ce cadre, il a été procédé aux investissements suivants :

1) sur les marchés actions, les derniers mandats actions qui n'avaient pas encore été activés à la fin 2004, l'ont été au début de l'année, permettant d'atteindre l'allocation-cible de 55% de l'actif net total du fonds en actions. Cette cible a été maintenue lors du versement de la soulte des industries électriques et gazières au FRR, grâce à une vague d'abondements complémentaires opérée au printemps. Les évolutions de marché intervenues au cours du second trimestre 2005 ont même poussé l'exposition aux marchés actions légèrement au dessus de sa cible de moyen terme, à 56,4% de l'actif du FRR au 30 juin dernier.

2) A l'inverse, une attitude très prudente a été maintenue en matière d'investissement des mandats obligataires en euros, les produits de taux fixe continuant à présenter une valorisation jugée très élevée dans une perspective de moyen terme. En conséquence, il n'a été procédé au cours du premier semestre 2005, qu'à l'investissement de mandats relevant de la seule stratégie obligataire qui n'avait pas encore donné lieu à un abondement, à savoir la poche « obligations internationales ». A la fin du premier semestre, la part des obligations dans le portefeuille du FRR – de l'ordre de 9% - restait très inférieure à sa cible de moyen terme.

L'ensemble des opérations d'activation et d'abondements supplémentaires ont été effectuées en ayant recours à un courtier de transition, afin d'optimiser les coûts d'exécution sur les volumes très importants investis.

Par ailleurs, à des fins de minimisation du risque sur la partie internationale du portefeuille du FRR, une politique de couverture contre le risque devise a été mise en oeuvre, depuis l'activation des premiers mandats non euro, à l'automne 2004. Cette politique vise à couvrir le risque de change dans une fourchette de couverture comprise entre 80% et 100% de l'exposition aux devises non euro.



Composition par macro-classes d'actifs		
	en milliards d'euros	en %
Actions Europe	9,9	42,22%
Actions US	2,6	11,17%
Actions Bassion Pacifique	0,7	3,05%
Obligations	2,1	9,04%
Monétaire (y compris couverture de change)	8,1	34,52%
Total	23,4	100%

L'activation des portefeuilles du FRR se poursuivra au second semestre de l'année en tenant compte des évolutions des marchés financiers.

3. LES RESULTATS COMPTABLES AU 30 JUIN 2005

LES RESSOURCES DU FRR

Au cours du premier semestre 2005, le FRR a bénéficié de deux types de ressources externes :

- les dotations qui lui sont attribuées par ses textes fondateurs qui se sont élevées à 237 106 410 euros, provenant essentiellement du prélèvement social de 2 % sur les revenus de placement et du patrimoine. Cette somme n'est pas significative du montant définitif de l'exercice, l'essentiel de cette ressource étant perçu au cours du second semestre,
- la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi N° 2004-803 du 9 août 2004 et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse Nationale des Industries Electriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 euros la contribution devant être versée avant le 30 juin 2005 au FRR par la CNIEG.

Cette somme sera reversée à la Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des travailleurs salariés à partir de 2020, ainsi que les produits financiers qui seront déterminés selon une convention signée entre la CNAVTS et le FRR.

Conformément à une décision du Haut conseil Interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité sociale, cette somme est traitée dans les comptes du FRR comme une dette.

LES CAPITAUX PROPRES

Au 30 juin 2005, ils s'élèvent à 20 357 474 105 euros selon le détail ci-dessous :

Dotations	18 129 016 811,65
Réserves	1 054 083 549,67
Plus-values latentes sur portefeuille	863 192 965,29
Résultat de l'exercice	311 180 778,67
Capitaux propres	20 357 474 105,28

Les plus-values latentes sur portefeuille au 30 juin 2005 se décomposent ainsi :

Valeurs mobilières	993 257 396,94
Devises	-130 131 671,67
Contrats futures	67 240,00
	863 192 965,27

Les moins-values latentes sur les devises (-130 millions d'euros) correspondent aux contrats de change à terme couvrant le portefeuille de valeurs mobilières libellées en devises qui fait apparaître 251 millions d'euros de plus-values latentes au 30 juin 2005.

LES ACTIFS FINANCIERS

Au 30 juin 2005, le portefeuille de valeurs mobilières s'élevait en valeur de marché à 15 172 017 615,54 euros. Il se décomposait ainsi :

Actions	13 075 269 298,47
Obligations	1 984 722 291,70
Titres de créances négociables	112 026 025,37

Parallèlement, le FRR disposait de 8 397 921 997,79 euros de disponibilités.

LE RESULTAT COMPTABLE

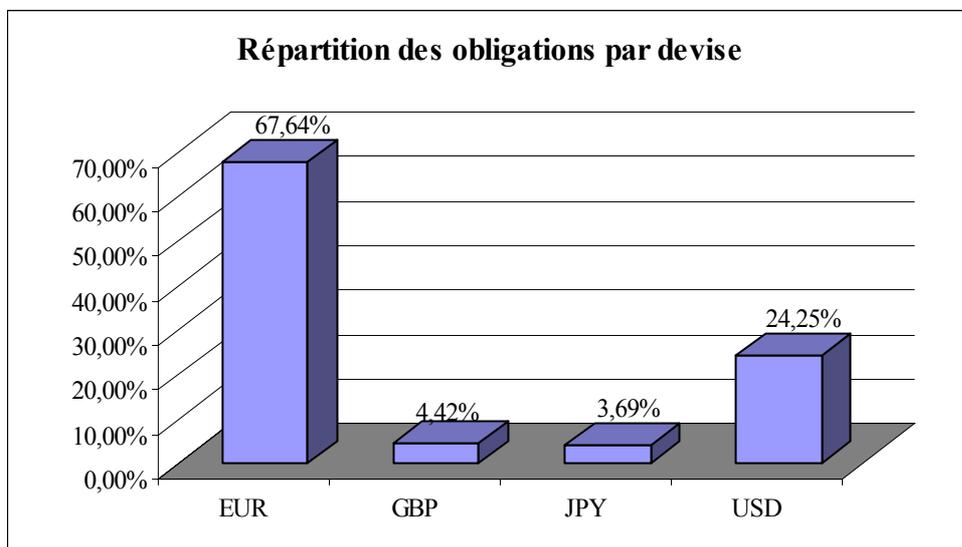
Pour la période du premier semestre, le résultat d'exploitation s'élève à 311 180 778,67 euros. Il résulte essentiellement du résultat financier (hors plus-values latentes) soit 336 101 218,29 euros. Par ailleurs, les dépenses de fonctionnement se sont élevées à 24 904 145,28 euros.

4. LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE INVESTI AU 30 JUIN 2005

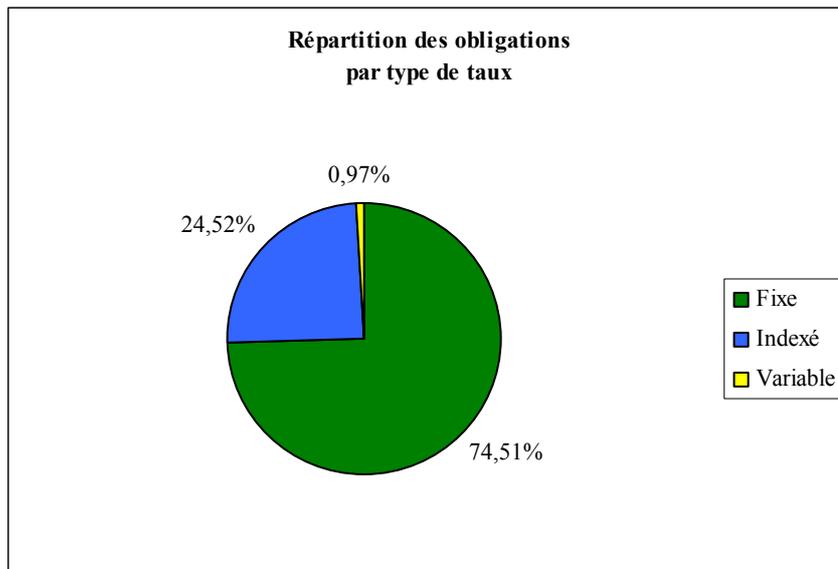
Au 30 juin dernier, à l'issue de l'activation de nouveaux mandats et des opérations d'abondements complémentaires, le portefeuille investi se répartissait entre des actions européennes, américaines et asiatiques, pour un montant cumulé de 13,21 milliards d'euros, et des obligations européennes et internationales, nominales et indexées sur l'inflation, à hauteur de 2,12 milliards d'euros.

En termes géographiques, le portefeuille actions était, par ordre décroissant, exposé principalement sur les marchés français, américain, allemand, néerlandais, espagnol et italien. L'allocation en actions françaises, très supérieure au poids relatif de la capitalisation boursière française, résulte principalement de la surexposition délibérée de l'allocation stratégique du FRR sur la zone euro, ainsi que, au sein de cette zone, de certains paris actifs marqués pris par les gestionnaires actions du Fonds.

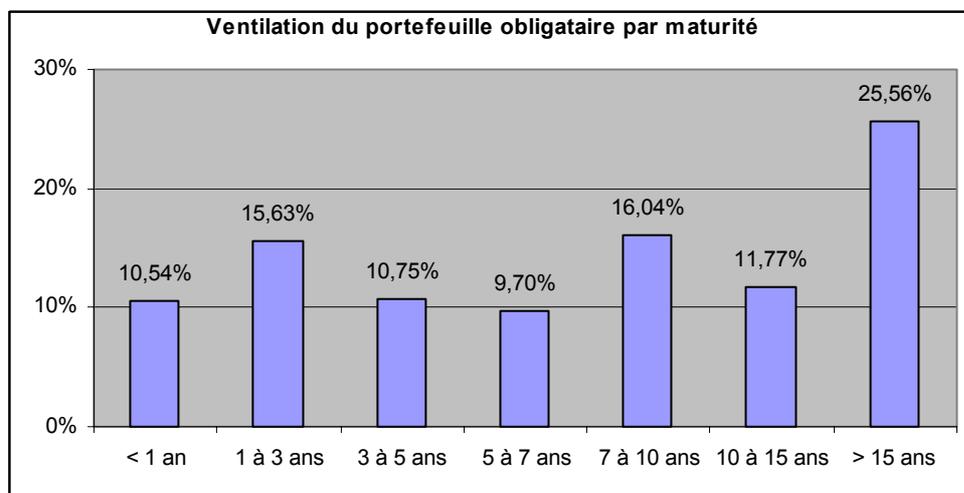
Au 30 juin, la valeur boursière du portefeuille obligataire s'élevait à 2 116,56 M€. Le portefeuille obligataire était composé majoritairement d'obligations en euros, et sa ventilation suivant les différentes devises restait quasiment identique à celle du benchmark des mandats activés.



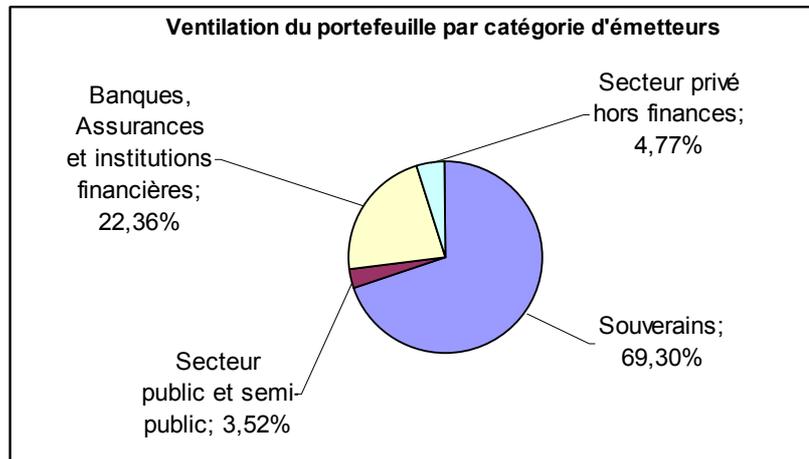
Le portefeuille obligataire comprenait un peu moins de 25% d'obligations indexées sur l'inflation. Le solde était quasi intégralement investi en obligations nominales à taux fixes, la part des obligations à taux variables – incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires obligataires mais non représentées dans leur benchmark – restant marginale.



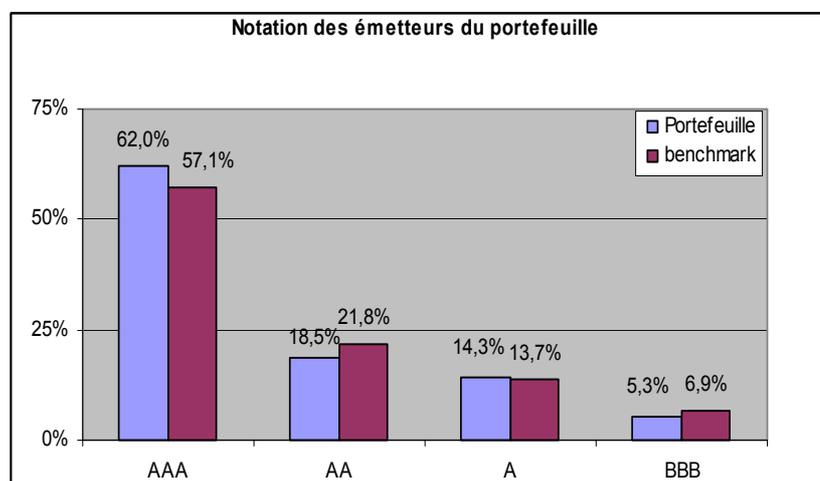
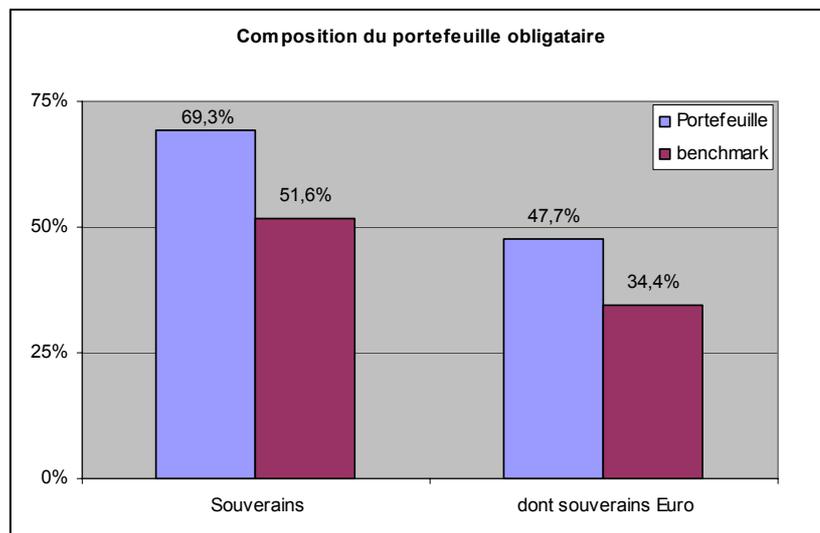
Le portefeuille obligataire comprenait, à la fin du 1^{er} semestre, une proportion importante (25,6%) d'obligations de maturité supérieure à 15 ans, reflet de la composition de ses benchmarks eux-mêmes constitués de façon cohérente avec l'échéance éloignée du FRR. Cette composition explique la sensibilité globale élevée (7,1) du portefeuille. Celle-ci s'avérait, au 30 juin dernier, néanmoins légèrement inférieure à celle du benchmark des mandats activés (7,3). Les gestionnaires externes du FRR se sont en effet légèrement sous-exposés au risque de taux, dans un contexte de forte incertitude sur l'évolution des marchés obligataires.



Près de 70% du portefeuille obligataire était constitué de titres d'émetteurs souverains, une proportion significativement plus importante que dans les benchmarks des mandats activés.



Le portefeuille est corrélativement moins exposé au risque de crédit que le benchmark des mandats activés car le supplément de rendement offert par ces titres est actuellement faible. Exprimé en termes de qualité de signature, le poids des émetteurs ayant les meilleures signatures (notamment AAA) est supérieur à celui du benchmark des mandats activés.



5. LES PERFORMANCES AU 30 JUIN 2005

La performance globale du Fonds nette de tous frais (résultat financier et plus-values latentes) au premier semestre 2005 s'élève à 4,29%. Cette performance ne peut être comparée directement à celle des principaux marchés, compte tenu du rythme progressif de la montée en charge du portefeuille investi. Ce dernier, constitué de l'agrégation des mandats successivement activés, a enregistré une performance globale nette des commissions de gestion de 7,49 % entre le 1^{er} janvier et le 30 juin 2005, après prise en compte de la couverture de change qui a contribué négativement au résultat compte tenu de la réappréciation sensible du dollar vis-à-vis de l'euro sur la période. Près de 90% de cette performance est attribuable à celle des marchés actions.

Performance nette globale du FRR et du portefeuille investi au 30 juin 2005

	Sur le premier semestre 2005	Depuis le 28 juin 2004 (1)
Performance de l'actif (y compris trésorerie)	+4,29%	+7,34%
Performance (post transition) des mandats investis au 30 juin 2005	+7,49%	+16,57%

(1) Date de démarrage de l'activation des mandats

Note méthodologique sur le calcul de la performance

Performance des mandats

La performance des mandats investis correspond à l'agrégation des performances des mandats successivement activés. Elle représente les gains des différents mandats rapportés aux apports valorisés de fin de période d'investissement de chacun de ces mandats (Performance dite « post transition »).

Cette performance post transition est couverte du risque de change et nette des commissions de gestion. Elle est pleinement comparable aux benchmarks des classes d'actif investies.

Performance de l'actif

La performance de l'actif prend en compte l'ensemble des actifs et des frais du FRR :

- Mandats investis, dès la date de l'apport nominal (i.e incluant la performance des périodes d'investissement des montants initiaux et des apports complémentaires de chaque mandat) ;
- Comptes à terme ainsi que leur rémunération ;
- Trésorerie du FRR non encore investie en mandats ou en CAT (compte ACCT, compte de fonctionnement,...) ainsi que leur rémunération correspondante.

Cette performance est couverte du risque de change et nette de tous les frais (commissions de gestion fixes et variables et frais de fonctionnement du FRR).

6. LE LANCEMENT D'UN APPEL D'OFFRES DEDIE A L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE LE 28 JUIN 2005

6.1 Rappel sur la stratégie d'investissement responsable du FRR

Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) a pour mission d'investir, au nom de la collectivité, les sommes que lui confient les pouvoirs publics, en vue de participer, à l'horizon 2020, au financement du régime général d'assurance vieillesse et des régimes affiliés.

Le FRR conduit par conséquent sa politique d'investissement avec une double préoccupation. D'une part, maximiser le rendement de ses placements sur le long terme dans les meilleures conditions de sécurité possibles, et d'autre part, de préserver la cohérence de cette politique d'investissement avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré.

Ce double objectif a été affirmé avec force par la délibération du Conseil de surveillance en date du 2 avril 2003 relative aux orientations générales de la politique de placement du Fonds. Cette même délibération souligne que le Directoire du FRR participera activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement des entreprises.

Sur ces bases, le Conseil de surveillance et le Directoire du FRR ont adopté, en matière d'investissement socialement responsable et de promotion du gouvernement d'entreprise, une stratégie fondée sur trois axes :

- ❖ Une politique active de vote aux assemblées générales des entreprises dont le FRR est actionnaire, par l'intermédiaire de ses gestionnaires, et ce conformément aux dispositions du décret du 19 décembre 2001. Le FRR a publié, le 10 février dernier, les lignes directrices en matière d'exercice des droits de vote que devront suivre ses gestionnaires¹. Ceux-ci ont d'ailleurs été en partie sélectionnés sur leur capacité à exercer à une large échelle ce droit, en tenant compte des orientations de leur client. Cette politique active est actuellement mise en œuvre.
- ❖ Un élargissement à certains critères extra financiers du spectre de la recherche et de la sélection de valeurs des gestionnaires retenus par le FRR pour gérer ses mandats d'actions européennes (soit un peu plus de 3 milliards d'euros). Le FRR a souhaité que les gestionnaires qu'il avait sélectionnés sur ces mandats prennent à son égard un certain nombre d'engagements :
 - *un engagement de recherche et d'analyse* pour intégrer des informations relatives au comportement social ou environnemental des entreprises, et ainsi évaluer leur qualité et fiabilité, sur la base en particulier des dix principes du Pacte Mondial de l'ONU (cf. document joint) ;
 - *un effort pour tenir compte des conclusions de cette recherche dans leur processus de sélection de valeurs* ;
 - *un engagement de transparence et de reporting* sur la manière dont les critères extra financiers auront été intégrés, et sur les éventuelles difficultés rencontrées ;
 - *un engagement d'échanges avec le FRR* en matière de méthode et de recherche.
- ❖ L'approfondissement de la démarche ISR à travers un certain nombre de mandats dédiés à l'investissement socialement responsable, qui devront permettre de mieux singulariser le type d'analyse extra financière qu'il est possible de mettre en œuvre pour répondre à la philosophie du Fonds et de mieux mesurer, sur la durée, la valeur ajoutée en termes de performance d'un processus spécifiquement ISR. L'appel d'offres du FRR vise précisément à sélectionner les gestionnaires de ces mandats dédiés à l'ISR.

¹ Disponibles sur le site internet du FRR : <http://www.fondsdereserve.fr>

6.2 Les objectifs assignés aux mandats de gestion socialement responsables du FRR.

En amont de l'organisation de son appel d'offres ISR, le FRR a procédé à une vaste concertation avec les principaux acteurs européens de l'investissement socialement responsable (gestionnaires, agences de notations, forums de recherche, courtiers, fournisseurs d'indices...). De nombreuses contributions ont ainsi alimenté et complété les travaux internes du FRR, lui permettant de mieux définir les objectifs qu'il souhaitait poursuivre au travers d'une poche de mandats actions gérés selon des processus spécifiquement socialement responsables.

Cette réflexion a conduit le FRR à retenir cinq conclusions qui structurent son appel d'offres :

- 1) Le FRR considère que les actions gérées selon un processus ISR ne constituent pas, en tant que telles, une classe d'actifs nouvelle. En d'autres termes, le FRR n'investit pas dans l'ISR en vue d'accroître l'efficacité de son portefeuille et n'associe pas ex ante à cet investissement un objectif de rendement ou une hypothèse de volatilité significativement différents de ceux sous-jacents à ses autres placements en actions ;
- 2) Le FRR attend des processus spécifiquement ISR une analyse des titres élargie à des considérations extra-financières avec trois objectifs principaux :

1. Le premier est de nature patrimoniale : il s'agit de tenter de mieux appréhender les risques et les opportunités de nature environnementale ou sociale, ou en matière de gouvernance, impliqués par la stratégie de l'entreprise pour la valeur des investissements à long terme du FRR car s'il est indéniable que ces opportunités et risques existent, il est encore difficile aujourd'hui de mettre en évidence une causalité directe et robuste entre ceux-ci et la valorisation des investissements à long terme. Comme le montre le caractère contradictoire des études, il est aujourd'hui difficile de savoir si un investissement ISR sur ou sous-performe un investissement non-ISR.

2. Le second est de nature plus économique : il s'agit d'identifier, et dans toute la mesure du possible d'évaluer, les retombées de cette stratégie sur les autres acteurs, et en particulier sur la collectivité publique, financeur en dernière instance du FRR et des régimes de retraites. Il serait, en effet, quelque peu paradoxal que le FRR ne tente pas de prendre en compte dans sa politique d'investissement le comportement d'entreprises qui peuvent générer des externalités positives ou négatives pour le reste de la collectivité dont cette dernière doit, parfois, assumer les conséquences financières.

3. Le troisième est lié aux caractéristiques du FRR : du fait de sa mission d'intérêt général et de son horizon d'investisseur de long terme en l'absence de déboursements avant 2020, il peut jouer un rôle en matière d'innovation financière et de promotion des bonnes pratiques dans le cadre des objectifs qui lui sont fixés par la loi et les délibérations de son Conseil de surveillance. A travers cet appel d'offres, le FRR entend aussi apporter sa contribution méthodologique au développement de l'ISR en Europe et conforter les démarches initiées par l'ensemble des acteurs concernés : sociétés de gestion, entreprises, agences de notation...

- 3) Afin de guider le travail d'analyse des gérants, une liste des principes d'investissement responsable propre au FRR sera communiquée aux candidats, conjointement aux cahiers des charges, lors du lancement de la seconde phase de l'appel d'offres à l'automne. Cette liste sera évolutive, et gagnera à être enrichie et précisée à la lumière de l'expérience accumulée. Outre la gouvernance d'entreprise, à propos de laquelle le FRR demandera aux gestionnaires de s'assurer au minimum du respect par les entreprises analysées de ses lignes directrices en matière d'exercice des droits de vote, les têtes de chapitre de ces principes d'investissement responsables pourraient concerner :

- *le respect du droit international et des droits fondamentaux au travail ;*
- *le développement de l'emploi à travers l'amélioration de la qualité de la gestion des ressources humaines ;*
- *les responsabilités environnementales des entreprises ;*
- *le respect du consommateur et des règles de fonctionnement des marchés dans lesquels les entreprises opèrent.*

- 4) L'approche est donc fondamentalement multi-critères. Pour cette raison, le FRR n'envisage pas de retenir des processus d'investissement qui seraient fondés sur une exclusion *a priori* de certains secteurs d'activités. Le FRR privilégie ainsi plutôt des processus inclusifs, de type dits « *Best in class* ». Les gestionnaires resteront naturellement libres d'exclure, après analyse, les titres dont ils jugeront la stratégie non-conforme aux principes d'investissement responsables du Fonds, et ce indépendamment de la taille de leur capitalisation. Cette faculté dépendra du degré de liberté qui sera laissé aux gérants et sur lequel le FRR se prononcera lors de la seconde phase de l'appel d'offres afin de lui permettre de sélectionner, et le cas échéant de conjuguer, un éventail de processus de gestion suffisamment typés.
- 5) Cette approche et le caractère encore disparate selon les zones géographiques des informations extra-financières à disposition des gestionnaires incitent le FRR à centrer, dans un premier temps, son approche sur un univers d'actions pan-européennes (Union Européenne, Etats de l'Espace Economique Européen et Confédération Helvétique) couvrant les moyennes et larges capitalisations.

6.3 De manière cohérente avec ces éléments de réflexion, le FRR a retenu les caractéristiques suivantes s'agissant de l'appel d'offres :

- Le montant global des fonds susceptibles d'être alloués dans le cadre de cet appel d'offres est de l'ordre de 600 millions d'euros. Ce montant évoluera à terme en fonction des ressources du FRR, de la modification éventuelle de son allocation stratégique et de l'intérêt que celui-ci évaluera à accroître son exposition sur les mandats ISR par rapport à ses autres mandats d'actions européennes. Il convient de souligner que cette première étape fait d'ores et déjà du FRR le premier investisseur institutionnel européen en matière d'ISR.
- Cet appel d'offres devrait déboucher sur l'attribution d'un maximum de six mandats, dont un « stand by »², en fonction de la qualité des offres présentées par les candidats ;
- La taille minimale initiale des mandats alloués ne devrait pas être inférieure à cinquante millions d'euros. Le FRR se réserve la faculté de différencier les montants initialement alloués à chacune des sociétés sélectionnées, en fonction des caractéristiques de leur processus d'investissement et des limites de capacités qui peuvent en découler.
- Le FRR souhaitant évaluer ces processus d'investissement responsables qu'il aura sélectionnés sur un horizon suffisamment long, les mandats de gestion alloués auront une durée de cinq ans.

Au total, l'action du FRR en matière d'ISR entend s'inscrire dans le cadre d'une stratégie à la fois :

- construite dans la durée et non d'une opération ponctuelle qui ne rendrait pas service au développement de ce mode de gestion ;
- ambitieuse, comme en témoigne, en particulier, les montants alloués à l'appel d'offres ;
- jouant sur plusieurs leviers d'action de manière pragmatique car l'ISR reste encore largement un domaine d'expérimentation dans lequel il n'y a pas de standard de marché, ce qui veut aussi dire que le succès dépendra de la capacité de l'ensemble des acteurs à mobiliser des moyens humains et techniques.

² Les mandats stand by sont des mandats que le FRR se réserve la faculté de ne pas abonder mais qui doivent lui permettre de faire face à la défaillance d'un de ses gestionnaires « actifs », sans menacer de saturer la capacité de gestion de ses autres gérants.

BILAN AU 30 JUIN 2005

ACTIF

	30/06/2005	2004
Immobilisations	2 181,71	2 673,15
Créances	4 666 825 434,23	1 048 287 005,47
Dotations affectées au FRR à recevoir	26 002 687,11	30 371 640,68
Créances d'exploitation	139 187,16	1 699,19
Créances liées aux instruments financiers	184 348 661,26	5 057 972,56
Créances liées aux opérations de change	4 456 334 898,70	1 012 855 693,04
Valeurs mobilières	15 172 017 615,54	6 370 829 564,52
Actions	13 075 269 298,47	4 886 124 166,53
Obligations	1 984 722 291,70	1 323 739 082,30
Titres de créances négociables	112 026 025,37	160 966 315,69
Disponibilités	8 397 921 997,79	12 799 668 450,81
Total actif	28 236 767 229,27	20 218 787 693,95

PASSIF

	30/06/2005	2004
Capitaux propres	20 357 474 105,28	19 256 593 579,81
Dotations	18 129 016 811,65	17 891 910 401,15
Réserves	1 054 083 549,67	711 862 872,89
Ecart d'estimation	863 192 965,29	310 599 628,99
Résultat de l'exercice	311 180 778,67	342 220 676,78
Dettes	7 879 021 643,33	961 136 997,51
exceptionnelle	3 082 001 492,19	
Dettes d'exploitation	27 644 498,56	13 925 893,91
Dettes liées aux instruments financiers	176 770 589,16	1 193 985,40
Dettes liées aux opérations de change	4 592 605 063,42	946 017 118,20
Produits constatés d'avance	271 480,66	1 057 116,63
Total passif	28 236 767 229,27	20 218 787 693,95

COMPTE DE RESULTAT AU 30 JUIN 2005

Charges

	30 juin 2005	2004
Services Extérieurs	24 571 348,15	17 114 966,34
Impôts et taxes	22 729,65	53 405,45
Frais de personnel	309 576,04	532 720,48
Amortissement	491,44	275,75
Charges de fonctionnement	24 904 145,28	17 701 368,02

Produits

	30 juin 2005	2004
Revenus Valeurs mobilières	214 766 130,51	40 038 043,16
Gains de change	66 032 088,82	1 865 976,67
Charges sur cession d'instruments financiers	135 048 773,46	28 179 495,83
Autres produits financiers	122 091 403,17	305 010 317,71
Produits financiers	537 938 395,96	375 093 833,37

Pertes de change	108 667 414,38	1 815 652,04
Charges sur cession d'instruments financiers	71 167 993,44	13 889 255,00
Autres charges financières	22 001 769,85	
Charges financières	201 837 177,67	15 704 907,04

Charges exceptionnelles 216 427,53

Produits exceptionnels 200 133,19 533 118,47

Total Charges 226 957 750,48 33 406 275,06

Total Produits 538 138 529,15 375 626 951,84

Résultat	311 180 778,67	342 220 676,78
-----------------	-----------------------	-----------------------

Totaux	538 138 529,15	375 626 951,84
---------------	-----------------------	-----------------------

Totaux	538 138 529,15	375 626 951,84
---------------	-----------------------	-----------------------

ANNEXE AUX COMPTES DU 30 JUIN 2005

1. Dispositions réglementaires

La loi de financement pour la Sécurité sociale pour 2005 a complété les textes réglementaires s'appliquant au FRR ; en particulier, l'article L.135-12 a modifié la mission des commissaires aux comptes. Il leur appartient désormais de certifier les comptes annuels et d'émettre un rapport d'examen limité sur les comptes intermédiaires semestriels du fonds. Cette disposition s'applique dès l'arrêté au 30 juin 2005. L'arrêté semestriel au 30 juin 2005 est comparé aux comptes non audités du 31 décembre 2004. Les chiffres au 30 juin 2004 ne sont pas présentés dans la mesure où il n'avait pas été établi de comptes semestriels en 2004.

2. Règles et méthodes comptables utilisées

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis n°2003-07 du 24 juin 2003 du CNC. Les conventions générales comptables ont été appliquées dans le respect des principes de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle conformément aux hypothèses de base de continuité d'exploitation, de permanence des méthodes comptables et d'indépendance des exercices.

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

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

La comptabilité du FRR étant tenue en 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 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.

Pour les valeurs non cotées, la valorisation s'effectue au prix d'acquisition (ou à la valeur de remboursement pour les obligations non cotées proches de la date de remboursement).

En l'absence de cours au jour de la valorisation, l'évaluation s'effectue sur la base du dernier cours connu ou selon une procédure préétablie en cas de cours ancien. Pour les produits obligataires, les coupons courus sur transaction ou à l'évaluation sont exprimés par rapport à la date valeur, cette méthode de comptabilisation est liée à la prise en compte des opérations dès la date de négociation.

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

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

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

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

Les engagements sur les marchés à terme organisés sont valorisés sur la base du cours de compensation.

Les plus ou moins-values latentes sur instruments financiers sont comptabilisées en écart d'estimation et n'affectent pas le résultat du fonds.

Les plus ou moins-values réalisées sont comptabilisées dans les comptes de charges et de produits.

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.

Les immobilisations présentes au bilan sont amorties sur une durée de 3 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.

3. Variation de la valeur du portefeuille des valeurs mobilières

	31 décembre 2004			Valeur bilan
	Valeur d'acquisition	Ecart d'estimation	Coupons courus	
Actions	4 676 784 759,36	209 339 407,17	-	4 886 124 166,53
Obligations	1 266 672 957,88	34 715 528,47	22 350 595,95	1 323 739 082,30
Titres de créances négociables	160 353 793,23	-210 630,47	823 152,93	160 966 315,69
	6 103 811 510,47	243 844 305,17	23 173 748,88	6 370 829 564,52

	30 juin 2005			
	Valeur d'acquisition	Ecart d'estimation	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	12 185 145 522,05	890 123 776,42	-	13 075 269 298,47
Obligations	1 850 107 062,87	103 155 589,53	31 459 639,30	1 984 722 291,70
Titres de créances négociables	112 047 994,38	-21 969,01	-	112 026 025,37
	14 147 300 579,30	993 257 396,94	31 459 639,30	15 172 017 615,54

4. Relevé détaillé des valeurs mobilières par nature juridique (actions, obligations, titres de créances négociables)

	Valeur d'acquisition	Ecart d'estimation	Intérêts courus	Valeur bilan
Actions cotées Zone Euro	8 433 885 275,11	675 363 388,22		9 109 248 663,33
Actions cotées hors zone euro	664 403 505,94	34 116 977,06		698 520 483,00
Actions cotées US	2 427 196 686,44	143 625 429,88		2 570 822 116,32
Actions cotées Asie	204 306 052,01	21 281 544,35		225 587 596,36
Actions cotées Japon	455 354 002,55	15 736 436,91		471 090 439,46
Total actions	12 185 145 522,05	890 123 776,42		13 075 269 298,47
Obligations cotées euros	1 215 074 875,02	66 805 819,51	24 483 387,42	1 306 364 081,95
Obligations cotées hors zone euro	86 608 609,60	4 938 765,98	1 103 787,48	92 651 163,06
Obligations cotées US	470 858 910,16	31 664 017,03	5 801 940,89	508 324 868,08
Obligations cotées Japon	77 564 668,09	-253 012,99	70 523,51	77 382 178,61
Total obligations	1 850 107 062,87	103 155 589,53	31 459 639,30	1 984 722 291,70
BTF	112 047 994,38	-21 969,01		112 026 025,37
Total TCN	112 047 994,38	-21 969,01		112 026 025,37
Total portefeuille	14 147 300 579,30	993 257 396,94	31 459 639,30	15 172 017 615,54

5. Ventilation par maturité résiduelle

0 - 1 an	10,54%
1 - 3 ans	15,63%
3 - 5 ans	10,75%
5 - 7 ans	9,70%
7 - 10 ans	16,04%
10 - 15 ans	11,77%
> 15 ans	25,56%
Total	100,00%

6. Ventilation par nature de taux

Nature de taux	%
Fixe	74,51%
Indexé	24,52%
Révisable	0,97%
Total	100,00%

7. Ventilation du portefeuille par devise de cotation

	Actions	Obligations	BTF	Totaux
AUD	140 529 506,30			140 529 506,30
CHF	140 087 088,58			140 087 088,58
DKK	11 560 500,94			11 560 500,94
EUR	9 109 248 663,33	1 306 364 081,95	112 026 025,37	10 527 638 770,65
GBP	483 873 149,56	92 651 163,06		576 524 312,62
HKD	59 435 908,40			59 435 908,40
JPY	471 090 439,46	77 382 178,61		548 472 618,07
NOK	20 158 749,21			20 158 749,21
NZD	3 122 871,92			3 122 871,92
SEK	42 840 994,71			42 840 994,71
SGD	22 499 309,74			22 499 309,74
USD	2 570 822 116,32	508 324 868,08		3 079 146 984,40
	13 075 269 298,47	1 984 722 291,70	112 026 025,37	15 172 017 615,54

8. Informations sur les opérations sur les marchés à terme

	Montant nominal	Gains/Pertes latents au 30 juin 2005
Contrats de change à terme	4 149 543 112,51	-131 670 254,59
Contrats sur indices	6 296 780,00	+67 240,00

9. Détail des dotations à recevoir

	30 juin 2005
Etat - Prélèvement social 2% Impôts	5 567,49
Etat - Prélèvement social 2% Patrimoine	25 648 465,85
ACOSS - Epargne salariale	348 653,77
	26 002 687,11

10. Autres services extérieurs

Rémunération des sociétés d'investissements	10 173 542,53
Gestion administrative CDC	7 930 690,00
Frais d'achat de titres	6 241 868,07
Autres services extérieurs	225 247,55
	24 571 348,15

11. Ventilation des comptes de capitaux propres par nature

Evolution des capitaux propres

	31 décembre 2004	30 juin 2005	Evolution
Dotations	17 891 910 401,15	18 129 016 811,65	237 106 410,50
Réserves	711 862 872,89	1 054 083 549,67	342 220 676,78
Ecart d'estimation	310 599 628,99	863 192 965,29	552 593 336,30
Résultat de l'exercice	342 220 676,78	311 180 778,67	-31 039 898,11
Capitaux propres	19 256 593 579,81	20 357 474 105,28	1 100 880 525,47

12. Contribution exceptionnelle CNIEG

La contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à 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 Electriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des solidarités, de la santé et de la famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 euros la somme devant être versée avant le 30 juin 2005 au FRR par la CNIEG. Le versement de cette somme a été effectué conformément à l'arrêté du 31 janvier ainsi que les produits financiers correspondant, soit 22 001 492.19 euros.

Cette somme sera reversée à la Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des travailleurs salariés à partir de 2020, ainsi que les produits financiers qui seront déterminés selon une convention signée entre la CNAVTS et le FRR.

13 Engagements hors bilan

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

Position acheteuse de contrats Eurex : 6 364 020 euros.



Constantin Associés
26, rue de Marignan
75008 - Paris

KPMG Audit
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

Fonds de Réserve pour les Retraites

Rapport d'examen limité des commissaires aux comptes

Période du 1^{er} janvier au 30 juin 2005
Fonds de Réserve pour les Retraites
84, rue de Lille – 75007 Paris
Ce rapport contient 3 pages

Référence : IB – 054-001



Constantin Associés
26, rue de Marignan
75008 - Paris



KPMG Audit
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

Fonds de Réserve pour les Retraites
Siège social : 84, rue de Lille – 75007 Paris

Rapport d'examen limité des commissaires aux comptes

Période du 1^{er} janvier au 30 juin 2005

Mesdames, Messieurs,

A la suite de la demande qui nous a été faite et en notre qualité de commissaires aux comptes du Fonds de Réserve pour les Retraites, nous avons effectué un examen limité des comptes intermédiaires relatifs à la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2005, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Ces comptes ont été établis sous la responsabilité du Directoire. Il nous appartient, sur la base de notre examen limité, d'exprimer notre conclusion sur ces comptes.

Nous précisons que les comptes de l'exercice précédent n'ont pas fait l'objet d'un audit, dans la mesure où, en application de l'article L.135-12 du Code de la Sécurité Sociale, notre mission portait sur l'Etat détaillé de l'actif du Fonds au 31 décembre 2004.

Nous avons effectué cet examen selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en oeuvre de diligences limitées conduisant à une assurance, moins élevée que celle résultant d'un audit, que les comptes intermédiaires ne comportent pas d'anomalies significatives. Un examen de cette nature ne comprend pas tous les contrôles propres à un audit, mais se limite à mettre en oeuvre des procédures analytiques et à obtenir des dirigeants et de toute personne compétente les informations que nous avons estimées nécessaires.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause, au regard des règles et principes comptables français, la régularité et la sincérité des comptes intermédiaires et l'image fidèle qu'ils donnent du résultat des opérations du semestre écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine du Fonds à la fin de ce semestre.

Fait à Paris et Paris La Défense, le 13 octobre 2005

Constantin Associés

KPMG Audit
Département de KPMG S.A.

Françoise Constant
Associé

Isabelle Bousquié
Associé

FRR

Fonds de réserve pour les retraites

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