

2008

INVESTIR AUJOURD'HUI POUR LES RETRAITES DE DEMAIN
RAPPORT ANNUEL



FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

RAPPORT ANNUEL 2008

Sommaire

02	Message du Président du Conseil de surveillance et du Président du Directoire
04	Profil et chiffres clés
05	2008 : une crise exceptionnelle
09	Le portefeuille du FRR est constitué en fonction d'un horizon de long terme
18	Le FRR investisseur responsable
23	Dispositif de gestion et de maîtrise des risques
25	Organisation et coûts
26	Les instances dirigeantes du FRR
28	Organisation
29	Les comptes 2008
31	Bilan
32	Compte de résultat
33	Annexe aux comptes
45	Rapport général des commissaires aux comptes
47	Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR

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

Les choix faits en 2003 et en 2006 en matière d'allocation stratégique intégraient explicitement le risque, inévitable pour un investisseur de long terme significativement investi en actions, de subir, du fait de la volatilité des marchés, des performances annuelles négatives.

La crise financière de 2008, avec son amplification à compter de la faillite de Lehman Brothers en septembre, échappe toutefois par son ampleur à ce risque normal et s'apparente à un scénario extrême. En quelques mois, les quatre années et demie de résultats positifs engrangés par

le FRR depuis ses premiers investissements en juin 2004 ont été effacées par la performance négative de l'année 2008 (-24,9 %), ramenant le FRR à son point de départ, avec une performance annualisée très légèrement positive (+0,3 %).

Le constat est rude, même si ce résultat est le fait de la seule exposition normale aux marchés et n'est en rien lié à des choix hasardeux d'investissement (aucun investissement dans des produits de titrisation « toxiques », aucun investissement dans les « fonds Madoff »...).



Raoul Briet
Président du Conseil de surveillance



Augustin de Romanet
Président du Directoire

Face à un effondrement aussi brutal des marchés boursiers, dans un contexte de recorrélation généralisée de la valeur des actifs et de volatilité extrêmement élevée, le FRR s'est efforcé à partir d'octobre 2008 d'en limiter les conséquences en s'abstenant de tout investissement supplémentaire en actions et en affectant les abondements à des placements de trésorerie.

Sous l'effet de ces décisions, la part des actions a été significativement réduite cependant que les placements monétaires atteignaient 10 % fin 2008. Parallèlement à cette stratégie conservatoire, toutes les énergies ont été

septembre 2008, le Conseil de surveillance et le Directoire ont entendu éviter tout ce qui, par des décisions hâtives et à contretemps, était susceptible de remettre en cause l'identité d'un investisseur de long terme qui n'a pas de contrainte de liquidité avant 2020, et peut donc ainsi bénéficier du surcroît de performance des actions dans la durée.

Cette ambition de long terme doit naturellement se conjuguer avec la prise en compte lucide des risques de court terme qui s'attachent au degré, sans précédent historique, d'incertitude qui affecte aujourd'hui la sphère

« Tirer tous les enseignements de la crise et continuer à assumer pleinement le rôle d'investisseur responsable ».

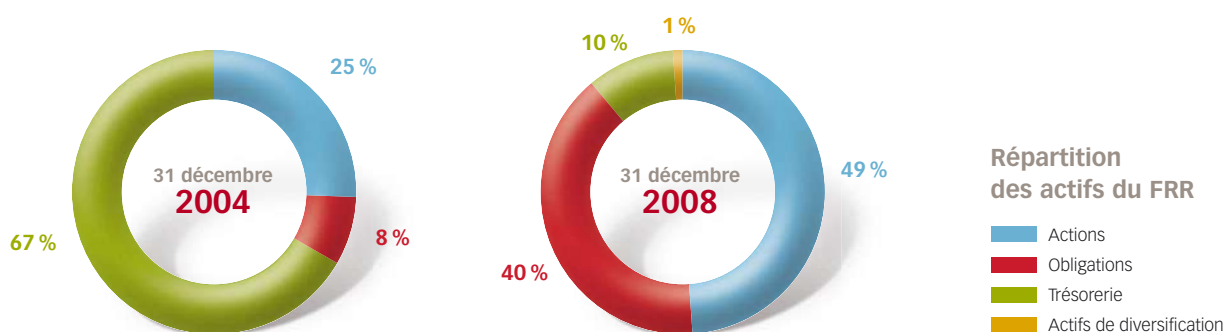
mobilisées pour tirer les enseignements de la période. Au moment où ces lignes sont rédigées, cet exercice n'est pas encore tout à fait achevé mais il conduira à mieux prendre en compte ces scénarios extrêmes dans l'allocation stratégique et à évoluer vers une gestion plus dynamique de cette dernière afin de l'adapter à des marchés financiers incertains.

Tout au long de cette tempête financière, et à l'occasion des nombreuses réunions organisées depuis

économique et financière. C'est en définissant le bon point d'équilibre entre ces deux considérations et en continuant à assumer pleinement son rôle d'investisseur responsable, conformément à la stratégie 2008-2012 arrêtée en avril 2008, que le FRR pourra continuer à honorer la confiance de la collectivité nationale pour qui il symbolise la volonté de consolider le financement de notre système de retraites en préservant l'équité entre les générations.

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.



27,7 Mds €

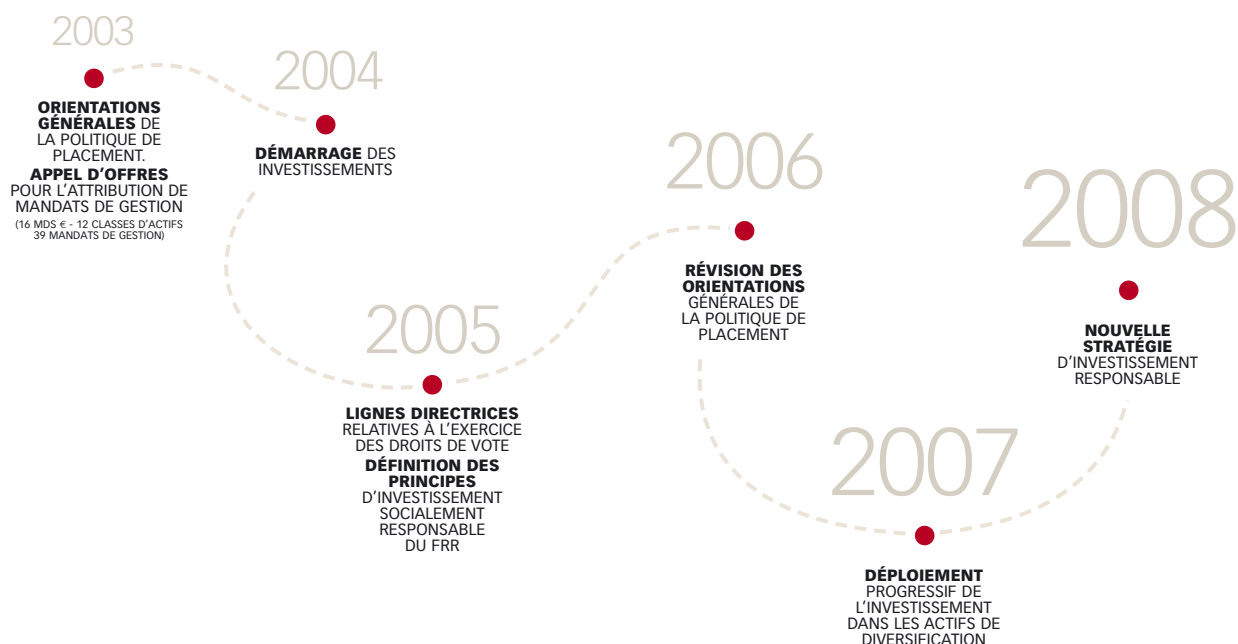
Montant au 31/12/2008
des **actifs** du FRR

+ 0,3 %

Performance annualisée
de l'actif depuis l'origine

- 24,9 %

Performance 2008

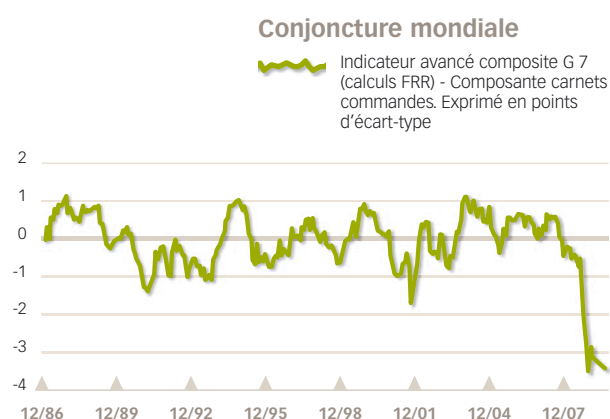


2008 : une crise exceptionnelle

L'année 2008 a vu une crise financière initialement circonscrite au marché résidentiel américain s'étendre à l'ensemble du secteur financier, puis se propager à l'économie réelle mondiale. La récession, d'abord modérée, s'est brutalement aggravée au troisième trimestre 2008 dans les pays occidentaux, entraînant dans son sillage les pays émergents jusque là préservés.

D'une crise immobilière américaine à une crise financière mondiale

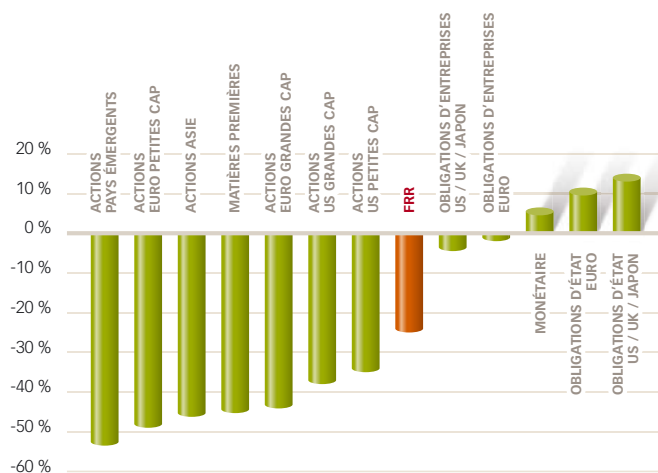
La crise financière est apparue avec le retournement du marché immobilier américain et l'accumulation de défauts de prêts résidentiels aux ménages les moins solvables (prêts *subprime*). Ces difficultés, qui paraissaient restreintes à une catégorie limitée de la population américaine, et les risques associés, a priori diffus et mutualisés par l'utilisation des produits titrisés, ont très fortement fragilisé les institutions financières, créant tensions sur le marché du crédit, désaffection des actifs dits risqués et climat de suspicion entre établissements financiers.



En dépit de l'implication rapide et volontariste de l'ensemble des autorités financières et des mesures de soutien apportées (assouplissement des politiques monétaires, interventions directes auprès d'établissements financiers en grande difficulté...), la faillite de la banque Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a précipité l'économie dans une récession de grande ampleur et provoqué un décrochage brutal de la croissance mondiale en fin d'année.



Performance du FRR et performance des différentes catégories d'actifs



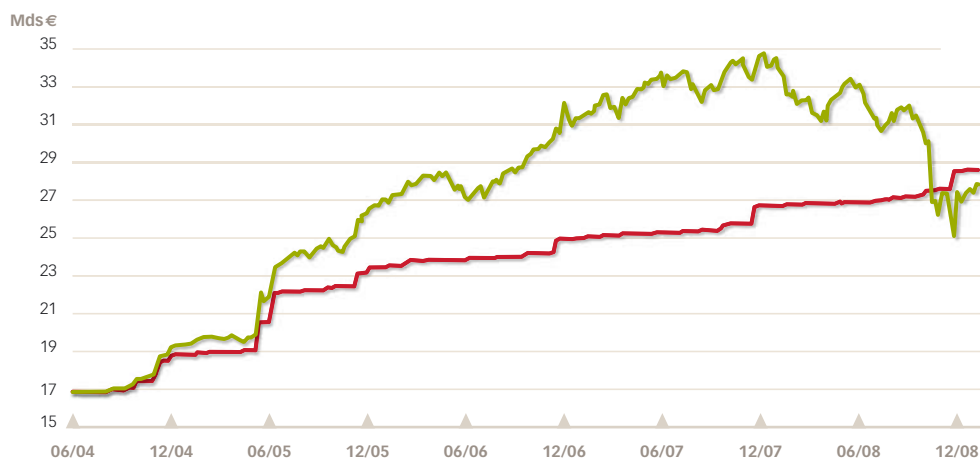
Un impact marqué sur le FRR

Cette crise majeure a sensiblement affecté le FRR. À l'exception des obligations d'Etat, dont les cours ont été dynamisés par la baisse massive des taux d'intérêt et le mouvement général de « fuite vers la sécurité », toutes les classes d'actifs du portefeuille du Fonds ont été touchées par la dépréciation des marchés.

De fait, la performance du FRR au 31 décembre 2008 s'inscrit en retrait de 24,9 % par rapport à l'année précé-

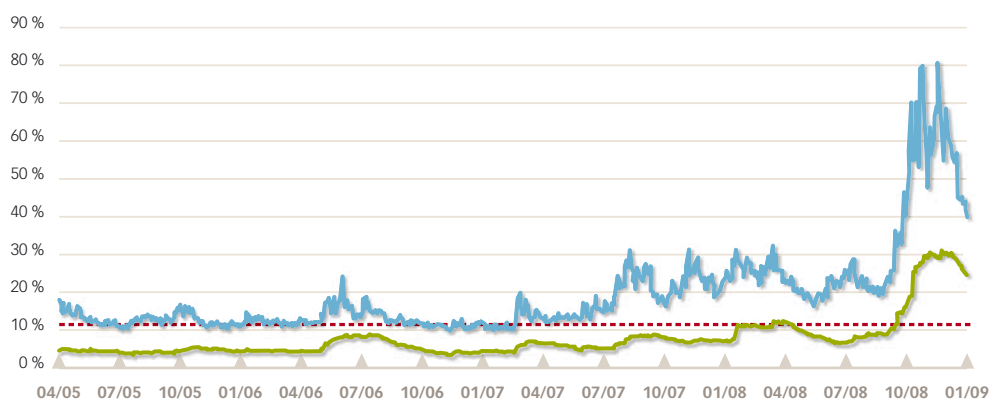
dente. L'effondrement des marchés actions, qui ont en moyenne perdu plus de 45 % de leur valeur, a effacé les surplus accumulés depuis la création du Fonds.

À fin 2008, l'actif net du FRR s'établissait à 27,7 Mds €, soit l'équivalent des apports reçus par le FRR. Depuis le début de la gestion en juin 2004, la performance annuelle nette s'élève à 0,3 %.



La crise a effacé le surplus

Actifs nets du FRR
Abondements cumulés



Les risques de court terme ont fortement augmenté

Volatilité implicite des marchés actions (indice VIX)
Volatilité constatée FRR
Niveau de volatilité attendu pour l'allocation stratégique

Des risques considérablement augmentés

L'année aura été très mouvementée. Les marchés boursiers ont enregistré plusieurs journées aux variations considérables, proches de 10 %. De manière plus générale, la volatilité des actifs risqués s'est accrue depuis la fin de l'année 2007. À tel point que la volatilité (de court terme) du portefeuille du FRR a été multipliée par un facteur de l'ordre de 4 à 6. Alors que les premières années du FRR avaient été caractérisées par une volatilité extrêmement faible, de l'ordre de 5 % par an, celle-ci n'a cessé de croître pour atteindre des niveaux compris entre 20 % et 30 % par an - soit un niveau bien supérieur à celui qui était attendu dans l'allocation stratégique.

Les moteurs de performance additionnels ont dégagé un léger surplus

Deux moteurs principaux ont permis au FRR de dégager un surplus de l'ordre de 1,5 % par rapport à son *benchmark* stratégique en 2008 : la gestion tactique (pour près de 1,0 %), et la performance des gérants externes (pour 0,5 %).

Un positionnement tactique de plus en plus défensif

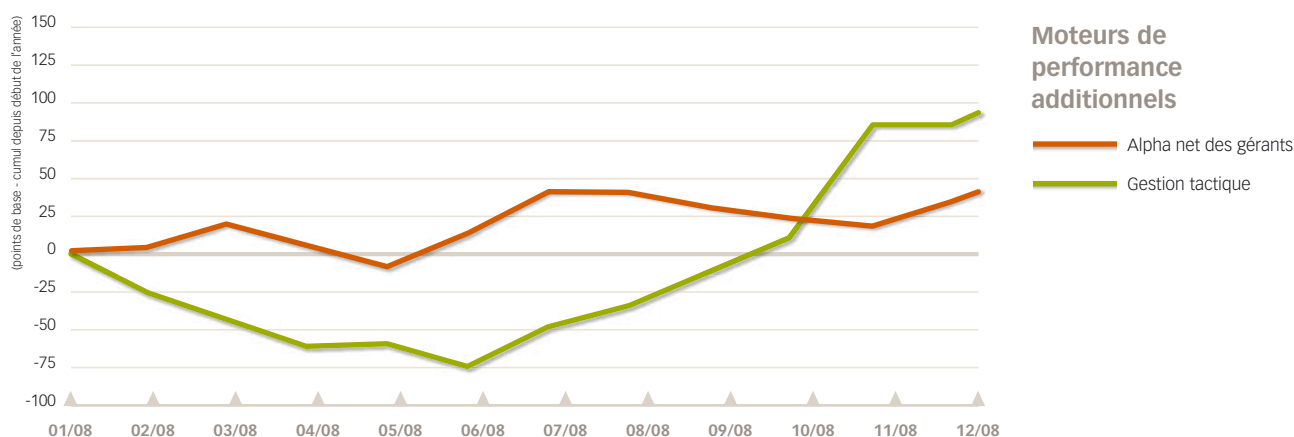
Le FRR a commencé l'année 2008 avec une légère surexposition tactique aux actions, de l'ordre de 3 à 4 % du portefeuille (soit un poids total des actions proche de 64 % en fin d'année 2007). Cette position était motivée par des considérations de valorisation attractives des marchés

d'actions dans un cadre de ralentissement marqué mais encore considéré comme classique par la très grande majorité des analystes et par les organismes officiels étatiques et multilatéraux.

Les évolutions des marchés actions du début de l'année 2008 ont conduit le FRR à reconsidérer le risque et à réduire la position progressivement pour revenir à la neutralité, soit donc un poids proche de 60 %.

Fin mars 2008, après le sauvetage de Bear Stearns par JP Morgan avec l'aide de la Réserve fédérale américaine, il apparaît de plus en plus que la crise dans laquelle le système financier plonge en entraînant les secteurs de « l'économie réelle » est d'une nature différente des crises récentes : il ne s'agit pas d'un simple ajustement conjoncturel mais de la résorption d'excès d'endettement et de prises de risques inconsidérées dont l'ampleur gigantesque est encore mal mesurée mais se compte par centaines de milliards de dollars.

Le FRR diminue alors progressivement son exposition aux marchés des actions pour se trouver sous exposé aux actions entre 2 et 4,5 %, consommant - du fait de l'augmentation de la volatilité - les 3/4 de son budget de risque en *tracking error* autorisé par le Conseil de surveillance. Dans le même temps, il initie une surexposition aux obligations pour le même montant et met en place une réduction de sa politique de couverture de change des actifs afin de tenir compte du niveau de l'euro jugé trop élevé (1,60 contre dollar notamment).



« Les moteurs de performance additionnels ont dégagé un léger surplus. »

Le renflouement des agences de refinancement américaines Fannie Mae et Freddie Mac par les autorités américaines au cours du mois de juillet paraît, dans un premier temps, un tournant décisif dans la résolution de la crise de financement qui incite le FRR à revenir à la neutralité par rapport à son indice. Mais après un *rallye* (mouvement de hausse rapide et important) de plus 20 %, la dynamique s'essouffle et alors que la liquidité sur les marchés monétaires reste quasi-inexistante, l'annonce de la faillite de Lehman Brothers entraîne une chute brutale et ample des marchés actions. Ces marchés replongent, entraînant une spirale récessionniste et de vives craintes déflationnistes que semble annoncer l'effondrement tout aussi brutal du prix des matières premières.

Désormais le FRR change de mode de pilotage de son risque tactique : tout d'abord sous-exposé de 4 % par rapport à son indice, fin octobre 2008, il décide d'abandonner toute référence à un budget de risque maximum par rapport à un indice pour suspendre toute décision de rebalancement mensuel. Cette politique le conduit à ne plus détenir que 49 % d'actions à la fin de l'année 2008. En parallèle, après la forte appréciation des devises de son portefeuille, le FRR a remis en place ses couvertures de change à l'identique de son indice de référence.

Le FRR a défini ses deux premières allocations stratégiques, en 2003 et en 2006, en s'appuyant sur des convictions d'investissement qui sont celles de tous les fonds de réserve comparables : l'absence de contraintes de liquidité à court terme et la diversification des actifs permettent d'espérer un rendement élevé en limitant les risques de

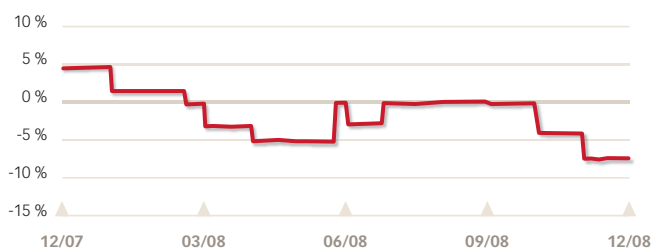
long terme et ne justifient pas la mise en place de mécanismes de protection du capital à court terme.

Cette approche, considérée comme classique par la théorie financière, a permis de faire face de manière satisfaisante aux oscillations du marché pendant plus de quatre ans. Face à des scénarios économiques et financiers extrêmes, comme celui qui s'est déclaré en septembre 2008, elle s'est révélée inopérante.

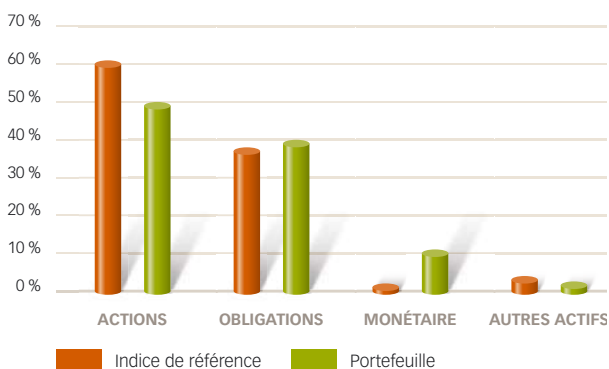
Tous les fonds comparables au FRR ont en effet enregistré une baisse importante de la valeur de marché de leurs actifs comprise entre 20 et 29 % à l'issue d'une crise qui s'est brutalement aggravée à partir de la fin du mois de septembre 2008. La performance annualisée du FRR s'élevait encore à 4,4 % au début du mois de septembre 2008 mais elle n'était plus que de 0,3 % au 31 décembre.

Dans ce contexte, les travaux préalables à l'élaboration de la nouvelle allocation stratégique, permettront de réexaminer les hypothèses des scénarios extrêmes et, plus encore, de déterminer les voies et moyens d'une gestion dynamique de cette allocation afin d'améliorer les réponses apportées aux chocs financiers de court terme.

Évolution des sur et sous-expositions actions par rapport à l'indice de référence



Répartition du portefeuille au 31/12/2008



Le portefeuille du FRR est constitué en fonction d'un horizon de long terme

Gestion externe

La structure du portefeuille du FRR est fondée sur une approche coeur-satellite. Ce portefeuille se compose d'un coeur de gestion indicielle et de mandats de gestion active sur des marchés ou des stratégies spécifiques. Cette architecture optimise la mise en œuvre de l'allocation stratégique et l'utilisation du budget de risque dédié à la gestion active en la concentrant sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer.

L'approche coeur-satellite a été renforcée par la mise en place d'une gestion passive sur les segments de marché les plus matures et les mieux arbitrés avec la recherche d'une gestion indicielle plus diversifiée. La gestion active s'est, elle, concentrée sur des segments de marché et des processus de gestion délivrant un alpha persistant et adapté au profil d'un investisseur de long terme.

Dans ce cadre, le FRR a renouvelé une partie de ses mandats investis en actions en lançant une série d'appels d'offres :

► En Europe, actions moyennes et grandes capitalisations européennes (gestion à faible budget de risque dite *gestion enhanced*), actions grandes et moyennes capitalisa-

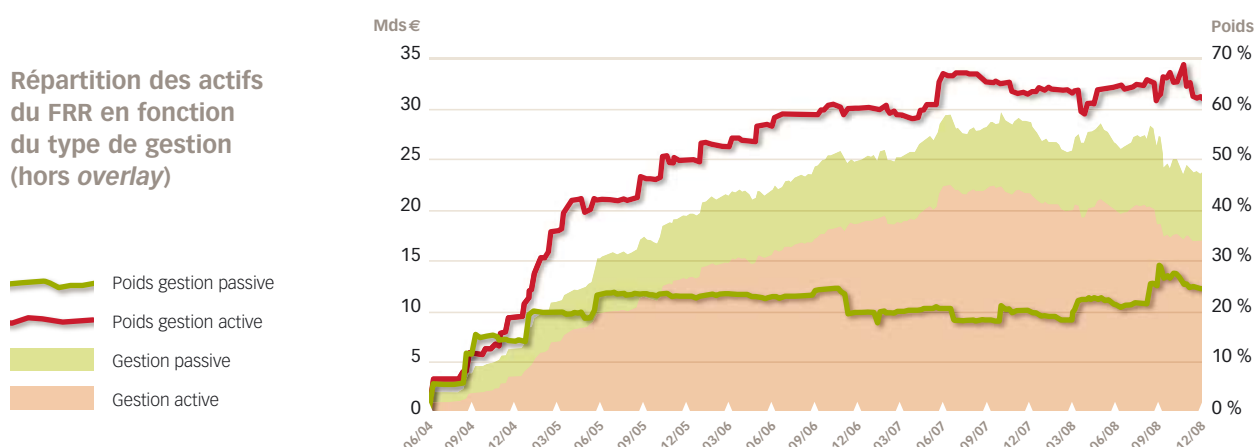
tions de la zone Euro (gestion passive sur un indice fondamental) et actions petites capitalisations européennes (gestion active).

► À l'international, actions toutes capitalisations Asie (Asie-Pacifique hors Japon, gestion passive ; Japon, gestion active) et actions grandes et moyennes capitalisations Etats-Unis sur une gestion active de style *Value et Growth*.

Le FRR a par ailleurs complété les procédures de sélection initiées dans la seconde partie de l'année 2007 relatives à l'attribution de mandats de réplcation passive d'indice « matières premières ». Il a clôturé un appel d'offres d'actions France et de gestion active de portefeuilles d'actions de petites capitalisations américaines.

La sélection de fonds collectifs immobiliers a été entreprise en cours d'année. Toutefois, compte-tenu de l'aggravation de la crise au cours du dernier trimestre, il a été décidé de ne pas souscrire dans des fonds déjà largement investis. En dépit de la situation actuelle du marché immobilier, le FRR maintient sa volonté de construire une exposition aux actifs immobiliers à long terme et assurera un suivi attentif des évolutions de ce marché en 2009.

Répartition des actifs du FRR en fonction du type de gestion (hors overlay)



Enfin, dans le cadre de la stratégie d'investissement responsable adopté en avril 2008, toutes les classes d'actifs dans lesquelles le FRR investit doivent faire l'objet d'un examen préalable pour déterminer dans quelle mesure il est possible d'intégrer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans les décisions d'investissement et la sélection de gérants ou de fonds qui l'accompagnent. Cette démarche a pu être mise en œuvre à l'occasion du renouvellement des mandats actions au cours de l'année passée.

Performance des gérants externes

La gestion déléguée, mise en œuvre au sein des différents mandats de gestion, présente sur 2008 des résultats contrastés avec, néanmoins sur l'exercice, une contribution positive nette. La performance relative globale des mandats de gestion s'est élevée à 0,7 % (performance relatives brutes de frais des mandats rapportée à l'encours total des actifs gérés dans les mandats), soit un peu plus

	Performance relative	Contribution à la performance relative globale
Actions	0,74 %	0,47 %
Obligations	0,47 %	0,20 %
Matières premières	0,00 %	0,00 %
Perf. relative globale	0,68 %	

INVESTISSEMENTS EN MATIÈRES PREMIÈRES

Le Conseil de surveillance dans sa délibération du 16 mai 2006 a validé l'introduction des matières premières au sein de l'allocation stratégique du FRR, dans les actifs dits diversifiants, pour un montant représentant 3 % de l'allocation totale du fonds.

Les motifs de l'introduction des matières premières au sein de l'allocation stratégique sont les suivants :

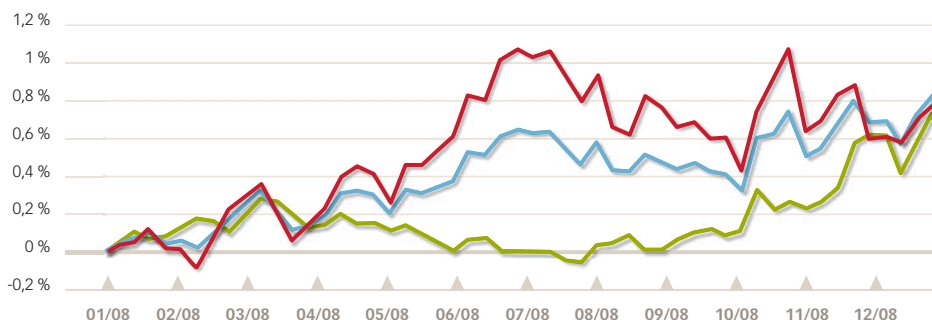
- > protection du portefeuille du FRR contre des risques de hausse non anticipée d'inflation (de type choc pétrolier ou alimentaire)
- > diversification des actifs (décorrélation des sources de rendements).

Le FRR a choisi de s'exposer par un contrat d'échange (SWAP) sur un indice de la gamme GSCI, qui exclut l'ensemble des matières premières agricoles (en cohérence avec les orientations retenues par le Comité de l'investissement responsable), le SPGSCI - EM, Standard & Poors Goldman Sachs Commodity Index - Energy and Metals.

Compte tenu d'un point d'entrée sur le marché des matières premières jugé peu attractif à cette époque (les cours du pétrole ont atteint près de 150 USD le baril au début de l'été 2008), le FRR a attendu le mois de décembre 2008 pour effectuer les premiers investissements. De ce fait, le mandat attribué à Lehman Brothers Asset Management (Europe) Limited n'a jamais été activé.

Performances relatives des mandats de gestion d'actifs cotés en 2008

Tous mandats
Actions
Obligations



de 0,5 % net de frais. Les actions et les obligations ont contribué favorablement à ce résultat et près de 60 % des gérants ont obtenu une surperformance en 2008.

Ce constat, plutôt encourageant, ne doit pas masquer d'importantes disparités en matière de performances relatives : celles-ci se sont échelonnées entre - 7,9 % et + 12,3 %. Par ailleurs, en ramenant les performances à l'échelle globale des mandats de gestion, les trois meilleurs contributeurs ont généré + 0,70 % contre - 0,34 % pour les trois moins performants.

Les gestionnaires obligataires ont dans l'ensemble bien résisté à la crise. Leurs portefeuilles ont été peu touchés du fait de la non détention de titrisation de créances et d'investissements en titres de signature très

majoritairement AAA. Cette évolution est particulièrement sensible à partir du mois d'octobre 2008 à la suite de la faillite de Lehman Brothers.

Du fait de la volatilité croissante et des turbulences sur les marchés, les gestionnaires en actions ont connu une forte dégradation des performances relatives des mandats de gestion active au second semestre 2008. Bien qu'une majorité de mandats soient parvenus à dégager une surperformance, une proportion relativement élevée enregistre également une performance négative durant cette année. Elles concernent principalement les mandats actions zone Euro et Europe, les mandats d'actions internationales démontrant une résistance plus significative durant cette période.

SUIVI DES MANDATS PAR LE COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS - DÉCISIONS DU DIRECTOIRE

Conformément aux textes statutaires en vigueur, la qualité d'exécution et les performances financières des mandats de gestion délégués par le FRR ont été rapportées au comité de sélection des gérants (CSG).

Par ailleurs, une attention particulière a été portée aux répercussions potentielles de la crise bancaire et financière sur la solidité et la pérennité des prestataires de services d'investissements auxquels des mandats de gestion ont été confiés.

En conséquence, au cours de l'année 2008, huit de ces prestataires ont été placés sous surveillance par le Directoire du FRR, sur recommandation du CSG :

- quatre pour performances financières décevantes,
- deux pour un changement dans la composition de leur actionnariat,
- un pour des changements survenus dans la composition de l'équipe dédiée,
- un pour cause de mise sous administration judiciaire du gérant.

Enfin, deux mandats de gestion, dont la performance financière décevante ne montrait pas d'amélioration ont été résiliés au premier trimestre 2008.

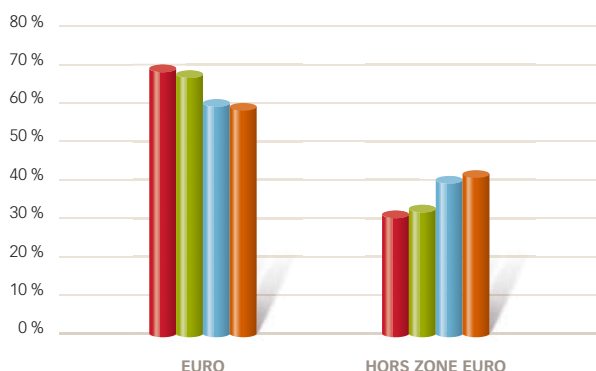
Processus de sélection de fonds

Au cours de l'année 2008, le FRR a entrepris la sélection de fonds collectifs immobiliers et de fonds collectifs investis en dette souveraine émise par les pays émergents.

- Suite à l'aggravation de la crise en fin d'année, il a décidé de ne pas souscrire dans des fonds immobiliers déjà largement investis en actifs. Le FRR maintient sa volonté de construire une exposition aux actifs immobiliers à long terme.
- La sélection sur les fonds de dette émergente se poursuit en 2009.

Évolution de la répartition géographique des actions

■ 2005 ■ 2006 ■ 2007 ■ 2008



LE FRR N'EST PAS EXPOSÉ AUX ACTIFS « TOXIQUES ».

La politique du FRR implique, préalablement à tout investissement, l'analyse et la compréhension détaillée des actifs financiers qu'il est susceptible de détenir. Le FRR est particulièrement attentif à l'identification des facteurs expliquant la performance de ces actifs et la cartographie de l'ensemble des risques (directs et indirects) qui leur sont associés. Il s'attache également à investir au travers de véhicules permettant la totale transparence des opérations (principalement sous forme de mandats de gestion dont les actifs sont déposés à la Caisse des dépôts).

Le FRR n'est donc pas investi sur les actifs financiers les plus risqués (produits de titrisation, dont obligations adossées à des crédits *subprime*, produits structurés divers, etc.), à l'origine de la forte dégradation du marché des produits de taux en 2007 et 2008. Il n'est pas non plus investi dans des fonds spéculatifs *onshore* et *offshore* (*hedge funds*). De la même façon, le FRR n'est pas exposé dans des véhicules gérés par Bernard Madoff et son groupe financier. Il n'a par conséquent enregistré aucune perte liée à ce type de produits.

Situation du portefeuille à la fin de l'année 2008

Au 31 décembre 2008, le portefeuille investi du FRR (hors activité liée au gérant transversal et à la gestion de trésorerie) se répartissait de la façon suivante : 12,19 Mds € d'actions européennes, américaines et asiatiques et 11,82 Mds € d'obligations zone Euro et internationales, nominales et indexées sur l'inflation.

Le portefeuille actions

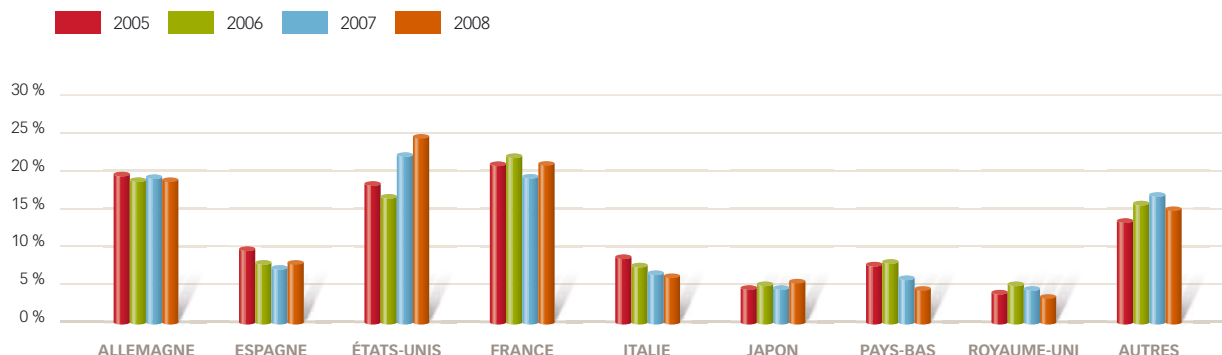
Au 31 décembre 2008, la valeur boursière du portefeuille actions s'élevait à 12,19 Mds €.

En termes géographiques, l'évolution du portefeuille sur les quatre dernières années montre un poids relatif de la zone Euro, toujours prépondérant mais qui a diminué au profit de l'international (40 % du total des actions contre 20 % en 2005).

Le poids de la France (20,8 % du portefeuille actions), très supérieur au poids relatif du pays dans la capitalisation mondiale (4 %), résulte principalement de la surexposition délibérée de l'allocation stratégique actions du

« La qualité d'exécution et les performances financières des mandats de gestion délégués par le FRR ont fait l'objet d'un suivi attentif par le CSG. »

Évolution de la répartition géographique des actions



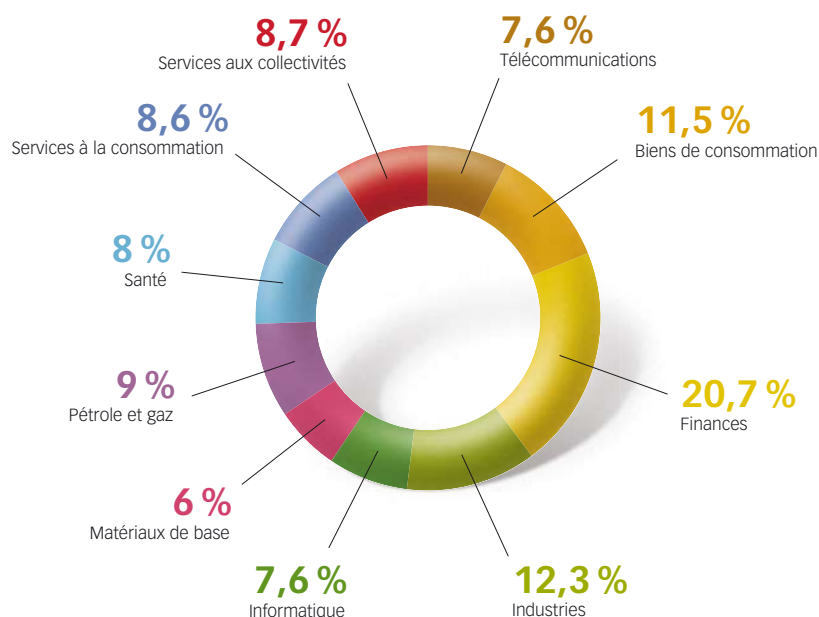
FRR sur la zone Euro (33 % contre 27 % pour les actions internationales). En cours d'année, le poids des actions américaines, deuxième zone par son exposition dans le portefeuille, s'est accru (24,4 % contre 21,9 % en 2007). Cette évolution vise à mieux tenir compte du poids des États-Unis dans la capitalisation mondiale.

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

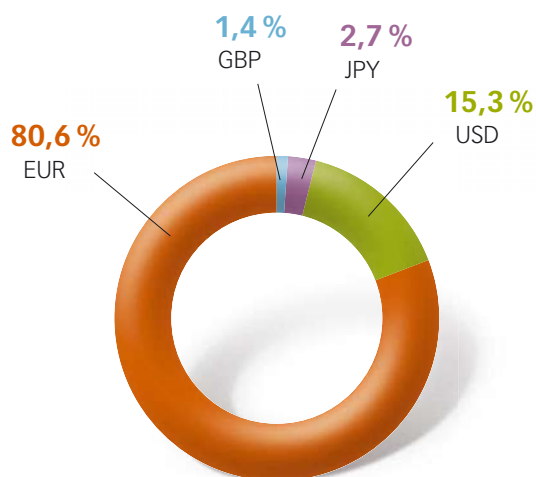
Cette répartition restait proche, aux paris tactiques implémentés par les gestionnaires près, de celles des

indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat.

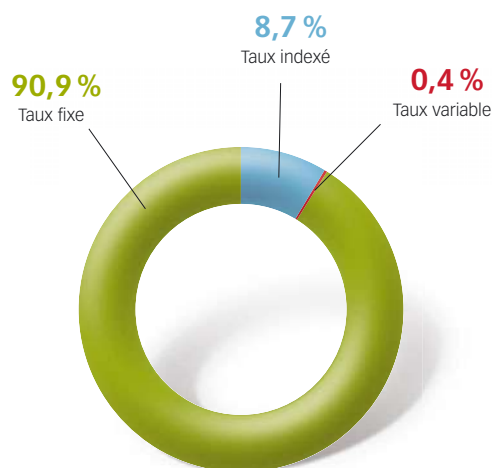
En termes de taille d'entreprises investies, le FRR a confirmé en 2008 son rôle en faveur du développement des petites et moyennes entreprises : les encours investis dans les mandats de petites et moyennes capitalisations représentant près de 10 % des actions détenues en portefeuille. L'exposition à ce segment a été renforcée en cours d'année par la clôture des appels d'offres lancés sur les petites capitalisations américaines et le marché des actions françaises (mandat passif correspondant à un indice large qui intègre des entreprises de taille moyenne).



Répartition
sectorielle
des actions
au 31/12/2008



Répartition des mandats taux par devise au 31/12/2008



Répartition des obligations entre taux fixe, taux indexé et taux variable au 31/12/2008

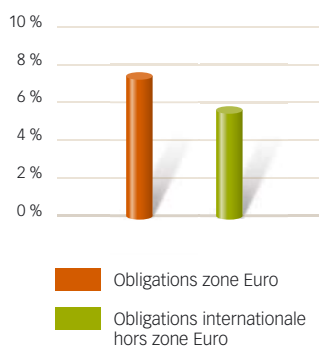
Le portefeuille obligataire

Au 31 décembre 2008, la valeur boursière du portefeuille obligataire s'élevait à 11,82 Mds €. 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 8,7 % du portefeuille obligataire, le solde étant quasiment intégralement investi en obligations nominales à taux fixe.

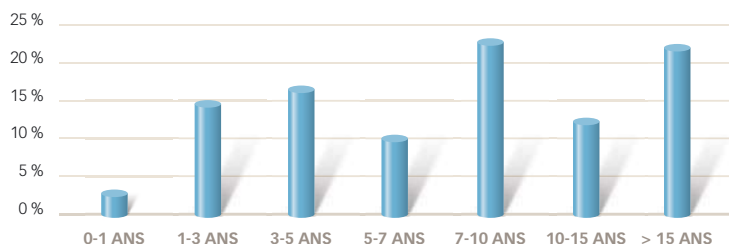
La part des obligations à taux variable (incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires mais non représentées dans leur indice de référence) demeure marginale à 0,4 %.

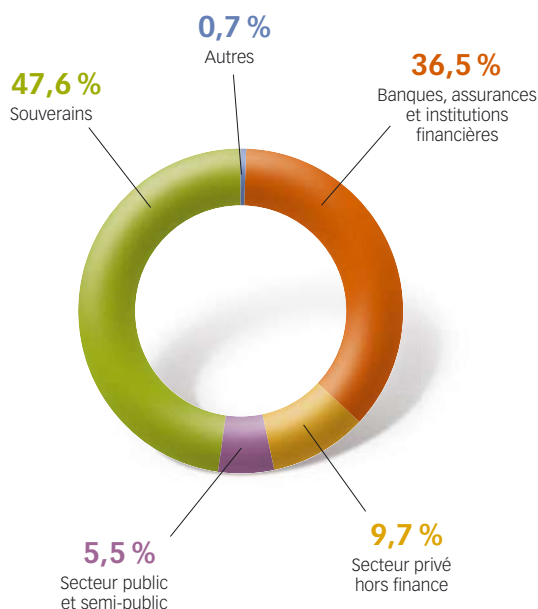
Le portefeuille obligataire comprend une proportion importante (22 %) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans, reflet de la composition des indices de référence, eux-mêmes structurés de façon cohérente avec la durée élevée du passif du FRR.

Sensibilité des indices obligataires au 31/12/2008

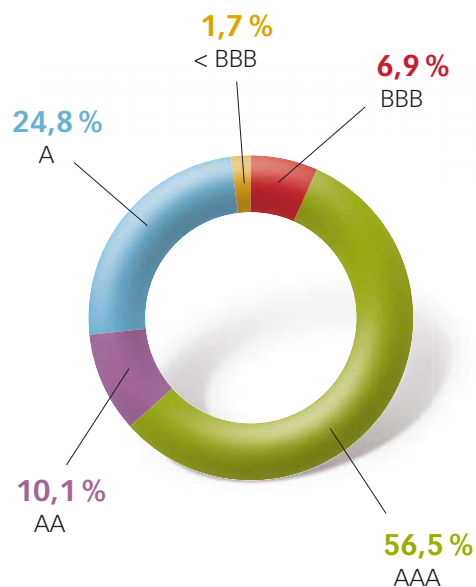


Structure des mandats taux par tranche de maturité au 31/12/2008





Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31/12/2008



Répartition des obligations par rating

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 logiquement traduite par une très forte proportion d'obligations notées AAA dans le portefeuille.

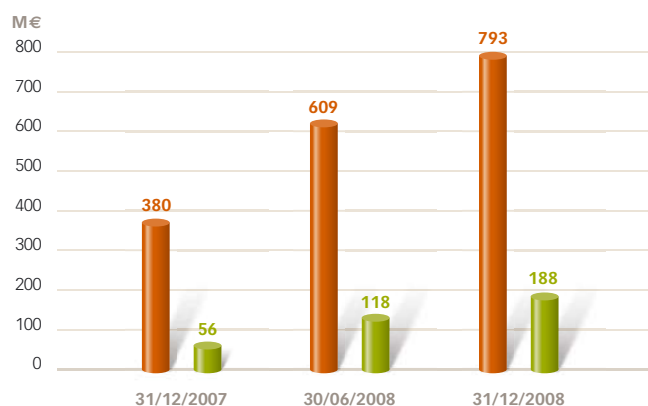
Capital investissement

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, petites et moyennes capitalisations nord américaines) ainsi qu'une stratégie de rachats secondaires à périmètre international. Quatre gestionnaires de fonds de fonds de capital investissement ont été sélectionnés en 2006 et 2007.

Les quatre mandats attribués totalisent pour le FRR une capacité d'engagement de 1,5 M €, à déployer sur la période 2007-2010.

Le marché du capital investissement est impacté de manière significative par la crise financière :

- au niveau des entreprises en portefeuille, qui subissent la crise économique et le durcissement de l'accès au crédit ;
- au niveau des investisseurs, un certain nombre d'entre eux, en difficulté, renonçant à de nouveaux engagements ;
- au niveau des allocations de portefeuilles, certains investisseurs réallouant leurs investissements de manière opportuniste (par exemple vers le marché secondaire, le retournement et la dette *distressed*) ;
- au niveau de la performance future, la baisse des valorisations des actifs en portefeuille, encore modestement visible dans les comptes en raison de l'inertie



Suivi de la phase d'engagement du programme capital investissement 2007 et des capitaux appelés depuis le démarrage mi-2007

■ Cumul engagements depuis début
■ Cumul appels depuis début

traditionnelle de cette classe d'actifs par rapport aux actions cotées, étant anticipée par l'ensemble des acteurs. L'exposition du programme de capital investissement du FRR à ce retournement du marché est toutefois limité dans la mesure où le déploiement de ces investissements n'en est qu'à son début.

Le programme du FRR a été mis en œuvre suivant le calendrier prévu avec ses gestionnaires

À fin décembre 2008, 793 M€, soit 52 % du programme, ont été engagés¹. Les montants « appelés » correspondant aux montants effectivement investis dans des fonds sous jacents, s'élèvent à 188 M€ fin 2008, soit 13 % du programme.

La diversification dans les fonds sous-jacents déjà engagés est conforme au portefeuille cible soit 65 % en capital transmission & développement (*Buy out small & mid*

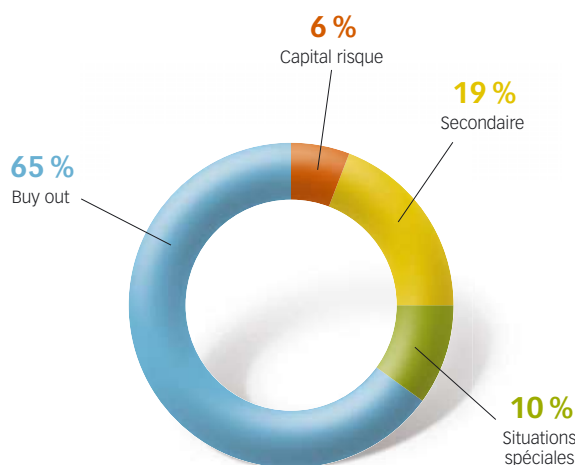
market), 6 % en capital risque, 10 % en situations spéciales, 19 % en secondaire. Le portefeuille engagé est également diversifié comme attendu en termes d'allocation géographique et de fonds (57 fonds primaires).

Les entreprises sous-jacentes détenues présentent une bonne diversification puisque ce sont environ 100 sociétés qui sont détenues indirectement de façon très minoritaire avec une participation maximum de 4,4 M€ soit 2,2 % des fonds appelés.

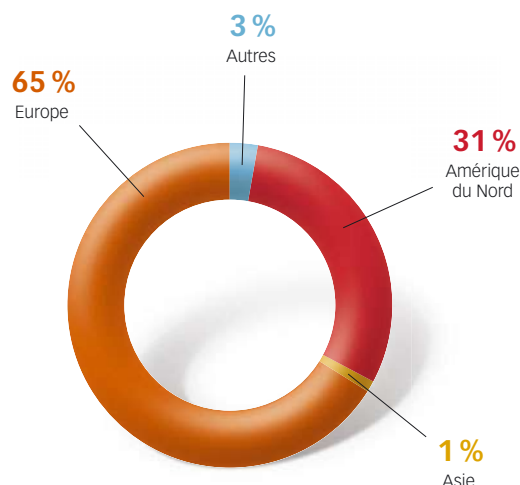
La performance nette globale à fin 2008 est de -21,5 % exprimée sous forme de TRI depuis l'origine. Un effet « courbe en J » de début de cycle d'investissement, caractéristique des investissements en fonds non cotés, accentué par l'impact de la crise, est constaté.

Cette performance est attribuable pour partie à un effet « commissions » (courbe en J) et pour partie à un effet dépréciation (impact de la crise financière).

^{1/} les montants engagés signifient que le FRR s'engage à répondre à tout appel de fonds dans cette enveloppe (ils incluent 100 % du fonds secondaire).



Décomposition de l'engagement
par segment d'investissement (fin 2008)



Décomposition de l'engagement
par zone géographique (fin 2008)

CONSEQUENCES DE LA MISE EN FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS SUR LE MANDAT DE CAPITAL INVESTISSEMENT QUI LUI A ÉTÉ CONFIE

La société mère du mandataire, Lehman Brothers holding Inc. a été placée en faillite le 15 septembre 2008. Le mandataire du FRR, Lehman Brothers International Europe (LBIE), de droit britannique, a été placé sous administration provisoire depuis le 15 septembre 2008.

L'administrateur provisoire de LBIE, a donné le 13 octobre son accord pour la poursuite provisoire des activités de la société. Le FRR a, dès lors, suspendu auprès du gérant la phase d'engagement du mandat et a mené des diligences visant à s'assurer que les moyens de la gestion des souscriptions déjà réalisées étaient préservés.

En fin d'année 2008, les employés de certaines entités de gestion du groupe Lehman ont proposé une reprise d'activité par une nouvelle entité, Neuberger Investment Management (qui a repris la gestion traditionnelle actions et taux ainsi qu'un département de gestion alternative regroupant le capital investissement et les fonds de couverture). Le juge des faillites s'est prononcé fin décembre 2008 en faveur de l'offre faite par les employés. Suite à des visites de conformité menées début 2009 pour vérifier la viabilité du gérant dans le nouveau cadre d'organisation, le FRR a confirmé le maintien de la gestion du mandat à la nouvelle structure et a par ailleurs réduit la taille du mandat au montant des engagements souscrits à fin septembre 2008.

Le FRR investisseur responsable

Agissant dans l'intérêt de la collectivité, le FRR a depuis ses premiers investissements 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). Après avoir fait un bilan des actions entreprises depuis 2003 dans le domaine de l'investissement responsable, le Conseil de surveillance a adopté en avril 2008 une stratégie qui fixe les axes prioritaires dans ce domaine pour la période 2008-2012. Après quelques mois, il est possible de faire un point d'étape sur la mise en œuvre de chacun de ces axes.

Comment définir l'investissement responsable ?

Par investissement responsable, le FRR entend la prise en compte, d'une façon volontaire, dans les décisions d'investissement et les activités liées à celles-ci (recherche, analyse, vote, dialogue avec les entreprises notamment) des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise (critères dits « ESG »).

Pourquoi le FRR entend-t-il être un investisseur responsable ?

La première raison est liée à sa mission fondamentale et à son objectif qui est d'optimiser le rendement des fonds qui lui sont confiés dans les meilleures conditions de sécurité possibles. À cet égard, la prise en compte des critères ESG dans sa gestion est nécessaire afin d'appréhender de manière complète les risques et les opportunités qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles le FRR est et sera investi.

La deuxième raison est de nature économique : le rendement à long terme des investissements ne dépend

pas uniquement de l'impact de la stratégie financière et extra-financière des entreprises mais également des externalités qu'elles génèrent pour l'ensemble de leur industrie ou de l'économie. L'analyse de ces externalités, positives ou négatives et donc de la soutenabilité environnementale et sociale des stratégies des entreprises et de leurs conséquences sur la collectivité est nécessaire. Ceci est particulièrement vrai pour un investisseur dont les ressources sont d'origine publique et qui a vocation à être investi dans la durée dans un très grand nombre d'entreprises.

La troisième raison est liée au rôle du FRR en tant qu'investisseur public et de long terme. À ce titre, il se doit d'identifier et suivre les risques que certains de ces investissements peuvent avoir sur sa réputation. Il se doit aussi de promouvoir les meilleures pratiques en matière d'investissement vis-à-vis de la communauté financière.

« Le Conseil de surveillance a adopté une stratégie d'investissement responsable qui fixe les axes prioritaires pour 2008-2012. »

Quels sont les axes de la stratégie d'investissement responsable du FRR ?

Cette nouvelle stratégie approfondit les orientations décidées depuis cinq ans et définit de nouveaux leviers d'action qui devront être développés sur la période. Elle reposera en particulier sur le respect des dix principes du Pacte Mondial de l'ONU qui constituent un cadre fédérateur à la fois mondialement reconnu, suffisamment large pour tenir compte de réalités différentes suivant les zones géographiques tout en faisant clairement référence aux normes fondamentales reconnues par l'Organisation Internationale du Travail.

La stratégie d'investissement responsable du FRR se déploie autour de cinq axes principaux :

- ▶ aller plus loin dans l'intégration des enjeux ESG dans la gestion des portefeuilles ;
- ▶ améliorer la prévention des risques extra-financiers ;
- ▶ continuer à exercer les droits de vote du FRR dans les entreprises pour contribuer à améliorer leur gouvernance ;
- ▶ analyser de manière plus précise l'impact des questions environnementales sur la stratégie d'investissement du FRR ;
- ▶ participer de manière active aux travaux de recherche français et internationaux sur l'investissement responsable.

Comment mettre en œuvre ces axes stratégiques ?

Dialogue avec l'ensemble des acteurs : le FRR souhaite renforcer ses échanges avec l'ensemble des acteurs de la chaîne de l'investissement en particulier les gestionnaires d'actifs, d'autres investisseurs institutionnels qui ont les mêmes défis à relever ainsi qu'avec les entreprises qu'il encourage à poursuivre leurs efforts de publication de données ESG ;

Collaboration et partenariat : le FRR est persuadé que la promotion de l'investissement responsable a plus de portée lorsqu'elle est partagée par plusieurs acteurs.

« Élargir l'approche d'investissement responsable à l'ensemble des classes d'actifs du portefeuille. »

Ainsi chaque fois qu'il est possible et que ses intérêts convergent avec ceux de ses homologues investisseurs institutionnels, le FRR pourra envisager une collaboration pratique avec ces derniers.

Aller plus loin dans l'intégration des enjeux ESG dans la gestion des portefeuilles

Les premiers efforts du FRR en matière d'intégration des questions ESG dans le processus de gestion se sont inscrits dans une approche positive qui privilégie les meilleures pratiques en matière de responsabilité (approche *best in class*) et se sont concentrés sur les entreprises cotées en Europe (mandats européens de 2003, mandats ISR de 2006).

Fort de cette première expérience, le FRR a décidé d'élargir l'approche d'investissement responsable à l'ensemble des classes d'actifs du portefeuille : chaque classe d'actifs doit faire l'objet d'un examen pour déterminer dans quelle mesure il est possible d'intégrer les critères ESG dans les décisions d'investissement et la sélection des gérants ou des fonds qui les accompagnent.

COMITÉ D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Présidé par le Président du Conseil de surveillance et composé de ses deux vice-présidents ainsi que de deux personnalités qualifiées extérieures, Daniel Lebègue et Jean-Claude Javillier, ce comité s'est réuni trois fois au cours de l'année 2008.

Ses premiers travaux ont porté sur la délimitation de son champ d'intervention :

- > définition des risques extra-financiers comme des 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.
- > définition 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 d'autres armes controversées ;
- > sur cette base, définition des besoins en termes d'analyse extra-financière et 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.

Cette démarche systématique doit aboutir à une approche pragmatique, adaptée aux caractéristiques de chaque classe d'actifs.

Ce premier axe a fait l'objet d'une mise en œuvre à l'occasion du renouvellement des mandats actions – à la fois dans le cadre du processus de sélection et dans le cadre des mandats, notamment sur les points suivants : recherche et intégration de critères extra-financiers dans la gestion, reporting, exercice des droits de vote, assistance à l'activité de dialogue avec les entreprises le cas échéant. Les travaux préparatoires sur l'introduction de nouvelles classes d'actifs ont également été l'occasion de mettre en œuvre cet axe. Dans tous les cas, l'approche demeure positive (par opposition à l'exclusion) mais également souple et évolutive – l'objectif étant d'inciter les gérants à progresser dans l'intégration des aspects ESG dans leur processus d'investissement tout au long de la vie des mandats.

Améliorer la prévention des risques extra-financiers

En tant qu'investisseur public, le FRR est particulièrement sensible au risque de réputation. Il doit notamment veiller à ne pas investir dans des entreprises qui violent des principes internationaux fondamentaux universellement reconnus. C'est pourquoi le FRR a, dès 2007, décidé d'exclure de son portefeuille des entreprises qui participaient à la production de mines antipersonnel (production interdite par la Convention d'Ottawa de 1997, ratifiée par la France et par plus de 150 États).

Pour assurer désormais de manière systématique le suivi et la prévention du risque extra-financier, la stratégie crée une structure pérenne émanant du Conseil de surveillance, le comité d'investissement responsable. En 2008, les travaux du comité ont porté sur la définition des risques extra-financiers, des principes de référence sur lesquels le FRR devra s'appuyer et des besoins d'analyse du portefeuille en la matière (cf. encadré).

Au cours de l'année 2009, EIRIS doit effectuer une première analyse du portefeuille du FRR, sur la base de laquelle le comité pourra proposer des mesures parmi « une palette d'actions possibles allant du dialogue avec

« Les droits de vote du FRR dans les assemblées générales font l'objet d'un exercice systématique. »

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.

Continuer à exercer les droits de vote du FRR dans les entreprises pour contribuer à améliorer leur gouvernance

Dès ses premières délibérations, le Conseil de surveillance a arrêté le principe selon lequel les droits d'actionnaire du FRR dans les assemblées générales font l'objet d'un exercice systématique, par chacun des gérants, au regard de lignes directrices fixées par le Fonds, les positions en son nom étant motivées par son seul intérêt et de façon strictement indépendante. Rendues publiques dès 2005, ces lignes directrices sont progressivement adaptées en fonction des avancées en matière de gouvernance.

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 effet, le FRR a participé, via ses gérants, à 3 623 assemblées générales en 2008 (2 107 en 2007), sur un total de 3 770 (2 221 en 2007) assemblées effectivement tenues, soit 96 % en moyenne de leur portefeuille.

Pour la première fois, le FRR a voté sur ses portefeuilles actions Asie-Pacifique y compris Japon. Lors de cette campagne, 34 641 résolutions ont été examinées et votées, se décomposant comme suit : 29 114 votes « pour » (soit 84,05 %), 4 392 votes « contre » (soit 12,68 %), 1 135 abstentions (soit 3,28 %). Ces résultats sont assez semblables à ceux de 2007.

Sans surprises et comme les années précédentes, le besoin de coordination entre les gérants s'est fait sentir sur les trois thèmes qui ont suscité le plus de débats entre les émetteurs et les investisseurs :

► **les moyens de défense anti-OPA tels que des autorisations d'acquisition par la société de ses propres actions, y compris en période d'OPA ou des autorisations d'émission de BSA ainsi que d'autres moyens de défense anti-OPA ;**

► les autorisations de rachats d'actions en période d'offre publique n'ont pas été soutenues par les gérants du FRR, sauf quand les résolutions prévoyaient qu'elles étaient demandées « aux fins de permettre à la société de respecter ses engagements antérieurs et uniquement si les opérations de rachat sont réalisées dans le cadre de la poursuite d'un programme déjà en cours, et ne sont pas susceptibles de faire échouer l'offre » ;

► les autorisations d'émission de bons de souscriptions d'actions ont été soutenues si les bons ne représentaient pas plus de 25 % du capital social, ce qui est le cas dans la majorité des résolutions ;

► **les autorisations d'augmenter le capital ;**

► les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS), qu'il soit assorti ou non d'un délai de priorité, ont été soutenues par le FRR, sauf dans les cas où les montants concernés portaient sur plus de 20 % du capital social concerné ;

► les augmentations de capital réservées aux salariés ont été soutenues par le FRR sauf si la décote proposée était trop importante ;

► **les rémunérations avec les *stocks options* et attribution d'actions gratuites pour les mandataires sociaux et les dirigeants ainsi que les conventions réglementées portant sur les indemnités de départ des dirigeants (mise en application de la loi TEPA) ;**

► les gérants du FRR ont voté en faveur des plans en cas d'application de critères de performance, notamment lorsque les mandataires sociaux étaient concernés par les résolutions. Ils ont également voté favorablement lorsque l'existence de conditions de performance était mentionnée dans la résolution mais que ces conditions n'étaient pas détaillées.

« Le FRR est membre du conseil d'administration des PRI (Principles for Responsible Investment). »

Il s'agissait d'accompagner un progrès car le référentiel du Fonds prévoit que les sociétés fassent preuve de plus de transparence en publiant les critères de performances appliqués. À contrario, lorsqu'aucune condition de performance n'est prévue et qu'il n'existe pas de plafond pour leur attribution aux mandataires sociaux, les résolutions font l'objet de votes défavorables de la part des actionnaires, de même qu'un vote négatif du FRR ;

► la loi TEPA impose aux entreprises de soumettre à des critères de performances les engagements d'indemnisation pris à l'égard de leurs dirigeants en cas de révocation et oblige les sociétés à présenter des résolutions individuelles.

Les résolutions qui ont fait l'objet de réticences de la part des actionnaires prévoyaient soit des indemnités trop importantes, soit des critères de performances facilement atteignables, soit aucun critère. Le FRR a toujours voté contre ces résolutions.

Analyser de manière plus précise l'impact des questions environnementales sur la stratégie d'investissement du FRR

Le quatrième axe de la stratégie porte sur l'approfondissement de l'analyse des facteurs environnementaux : « Les préoccupations environnementales et, en particulier, l'impact du réchauffement climatique mis en évidence par la communauté scientifique internationale sur le fonctionnement de l'économie mondiale et de

ses différents secteurs, posent de nombreuses questions qu'un investisseur de long terme ne peut ignorer quand il détermine sa stratégie globale d'investissement. Le FRR se fixe comme objectif d'ici fin 2009 de les préciser et d'analyser les différentes catégories d'impact possibles sur sa politique d'investissement afin d'envisager les actions possibles. »

Au cours de l'année 2008, des travaux ont été lancés sur ce sujet. Ces travaux ont permis d'identifier les problématiques environnementales importantes pour un investisseur de long terme tel que le FRR : le changement climatique, mais également l'épuisement des ressources fossiles, la perte de biodiversité et les pénuries d'eau. Les résultats de ces études seront présentés au Conseil de surveillance en 2009.

Participer de manière active aux travaux de recherche français et internationaux sur l'investissement responsable

Au cours de l'année 2008, le FRR a participé activement aux travaux de la Chaire « Finance durable et investissement responsable » sous l'égide de l'Institut d'économie industrielle de Toulouse et de l'Ecole Polytechnique. Il a également participé à l'attribution du prix du FIR (forum pour l'investissement responsable) qui, chaque année, récompense les meilleurs travaux (thèses, mémoires, articles, bourses) dans le domaine.

Le soutien aux initiatives en faveur du développement de l'investissement responsable s'est manifesté par :

► au niveau national, la participation du FRR aux travaux de place sous l'égide de Paris Europlace ainsi qu'à des manifestations diverses de promotion de l'investissement socialement responsable (notamment dans le cadre de la Présidence française de l'Union européenne) ;

► 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 Unies des investisseurs institutionnels du monde entier. Dans ce cadre, il participe également à des initiatives internationales - comme l'initiative de Séoul¹.

1/ Envoi, en octobre 2008, d'une lettre signée par une cinquantaine d'investisseurs institutionnels majeurs à près de 9 000 entreprises à travers le monde pour les inciter à rejoindre le Pacte mondial. Lancé en 2000, le Pacte mondial invite les entreprises à adopter, soutenir et appliquer un ensemble de 10 valeurs fondamentales dans les domaines des droits de l'homme, des droits au travail, de l'environnement et de la lutte contre la corruption.

Dispositifs de gestion et de maîtrise des risques

La politique de gestion des risques

Au cours de l'année 2008, la fonction gestion des risques a été profondément réorganisée. La montée en puissance de cette fonction relève d'une volonté politique exprimée en 2007 et s'inscrit dans le cadre du développement du FRR. La fonction risques a été rattachée à la direction des opérations en février. Le pôle risques englobe un département risques financiers et calcul de performance et la fonction risques opérationnels. L'année 2008 a vu le recrutement de 4 personnes, portant les effectifs globaux du pôle à 7 personnes.

Les objectifs de la gestion globale des risques du FRR sont les suivants :

- **Analyser et gérer** l'ensemble des risques afin d'éviter les effets de segmentation verticale (risques financiers, humains, système d'information, stratégiques,...) 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 Fonds pour ses propres gestions ;

- **Proposer ou valider les limites de risques** 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 et (ou) processus d'investissements.

2008 a été marquée par une première cartographie des risques opérationnels, achevée au début de l'année. Les plans d'actions visant à réduire les risques majeurs issus de cette cartographie ont été lancés au cours de l'année 2008 et se poursuivent en 2009. Les moyens et les plans d'actions, visant à réduire les risques majeurs, font maintenant partie intégrante des processus de planification stratégique et budgétaire du Fonds.

À la fin du mois de juin, une politique globale de gestion des risques, définissant les missions de la fonction, ses moyens et sa feuille de route pour 2008 et 2009 a été validée par le Directoire. Une première démarche de structuration du contrôle interne a été lancée. Elle s'est concentrée en 2008 sur le contrôle interne comptable. Elle se poursuivra en 2009 et en 2010. Des travaux ont également été menés sur la politique de sécurité des personnes et des actifs.

Les missions du comité des risques ont été clarifiées et renforcées. Ce comité réunit mensuellement, ou plus si besoin, l'ensemble des responsables opérationnels du FRR. Il a vocation à examiner l'ensemble des risques financiers et opérationnels avant le lancement de tout nouveau produit, stratégie ou type de gestion.

Plusieurs procédures ont par ailleurs été lancées par le FRR pour recruter des prestataires :

- en juin 2008, un processus de sélection d'un logiciel de calcul des risques financiers à court terme,

- en novembre 2008, une procédure de sélection d'un valorisateur externe pour le contrôle externe dans la valorisation des produits dérivés de gré-à-gré complexes,

► en décembre 2008, un processus pour le recrutement d'un cabinet de conseil chargé de fournir au Directoire une vision indépendante sur l'état d'avancement du développement de la fonction gestion des risques au FRR. L'objectif est d'atteindre, à fin 2009, les meilleurs standards en termes de gestion des risques des institutions comparables (fonds de pension, fonds de réserve et autres investisseurs de long terme).

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 FRR est revue régulièrement (en 2003, 2006 et 2009) et a probablement pour vocation à être revue plus régulièrement afin de s'adapter aux fortes fluctuations qu'ont connus les marchés financiers depuis 2001.

► Les risques financiers : ces risques se décomposent en deux parties :

Les risques absolus : il s'agit des pertes en absolu que peut subir le Fonds à court terme. Des mesures sur ces niveaux de pertes sont produites régulièrement par le logiciel de risques utilisé par les équipes du FRR.

Les risques relatifs : il s'agit d'une sous-performance d'un gérant par rapport à son indice de référence. Cette perte relative est contrôlée par la mise en place d'une *tracking error* maximale *ex-ante* 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*) et la mise en place de mécanismes de collatéraux pour certains produits dérivés négociés de gré-à-gré ainsi que le respect de limites d'exposition maximales. Un suivi rigoureux des contreparties est en outre opéré.

► Les risques de fraude et de blanchiment : le FRR porte une attention toute particulière dans le choix de ses véhi-

cules d'investissement à ne pas concourir de près ou de loin 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).

Le FRR 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 FRR a décidé de couvrir à 90 % ces expositions 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 (ces derniers étant particulièrement volatils) 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. Des plans de secours et de repli ont été définis et sont régulièrement testés pour parer à cette éventualité.

► 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. Un système de *back-up* est également prévu, 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 alimentent le système d'information du FRR. Ce dernier s'est engagé en 2008 dans une campagne de renforcement des contrôles sur la cohérence et la qualité des données financières.

Organisation et coûts

2008 a marqué pour le FRR la fin d'une période de cinq années consacrées à la mise en place de ses fondations institutionnelles, opérationnelles et financières.

Une nouvelle organisation, mise en place en début d'année, lui permet d'évoluer en régime de croisière en regroupant les équipes autour de deux directions opérationnelles centrales, la direction financière et la direction des opérations.

Cette organisation est tournée vers le renforcement de la prévention et du contrôle des risques financiers et opérationnels. Le FRR a prévu à cet effet sept emplois complémentaires dans son budget 2008². Ces nouveaux postes ont permis de consolider les méthodes, les systèmes de gestion, la cartographie des risques et le reporting du Fonds. Par ailleurs, la création d'une fonction de contrôle interne comptable concourt à structurer la politique globale des risques du FRR.

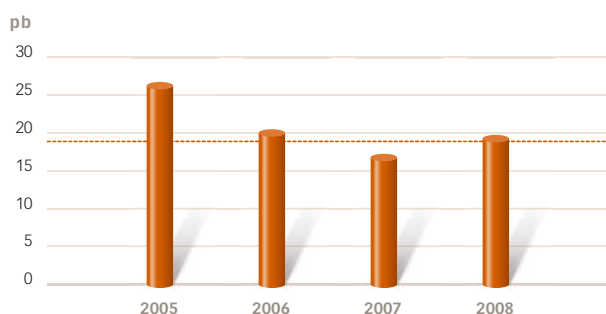
Sont par ailleurs directement rattachés au Directoire du FRR plusieurs fonctions transversales (le pôle en charge de la politique d'investissement responsable, la communication et l'agence comptable).

Les coûts au FRR

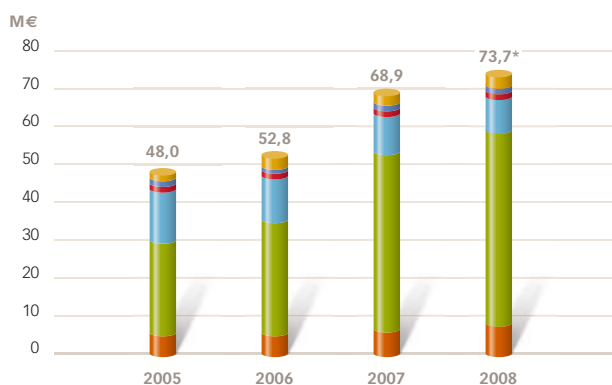
Dès sa création, le Directoire a attaché une très grande importance à la maîtrise des coûts et à leur étalonnage par rapport à ceux de fonds comparables. C'est pourquoi, en 2005, le Directoire a diligentié une étude réalisée par le cabinet McKinsey, évaluant le *benchmark* global à environ 19 points de base (pb) compte-tenu des caractéristiques et contraintes spécifiques du FRR. Depuis lors, cette analyse a été confirmée et complétée par des études annuelles réalisées par un organisme canadien - Cost Effectiveness Measurement / CEM. Les coûts de gestion analysés sont comparés à un groupe de référence de 20 fonds internationaux, dont une quinzaine d'européens gérant un actif de taille comparable à celui du FRR.

Dans le cadre de ce *benchmark* global, l'analyse de la structure des coûts fait ressortir le caractère prédominant des charges induites par la gestion financière.

Les coûts globaux 2008 s'élèvent à 73,7 M €, parmi lesquels les charges de gestion financières (50,8 M €) représentent 69%, les coûts d'administration des fonds et de conservation (10,8 M €) 15% et les charges d'exploitation³ (12,1 M €) 16%.



Coûts de gestion



Structure des coûts

- Autres frais généraux
- Consultants
- Informatique
- Conservation / administration de fonds
- Gestion financière
- Charges de personnel

* dont 7,7 M € provisionnés au titre de la TVA sur sociétés de gestion britanniques.

2/ 55 postes à fin 2008.
3/ frais de personnel, immobilier, informatique, consultants, autres frais généraux.

Les instances dirigeantes du FRR

au 31 décembre 2008

CONSEIL DE SURVEILLANCE

Président

Raoul Briet

Membres de l'Assemblée nationale

Yves Bur

Suppléant

Pierre Hellier

Marc Laffineur

Suppléant

Jean-Yves Chamard

Membres du Sénat

Jean-Jacques Jegou

Suppléant

Claude Domeizel

Dominique Leclerc

Suppléant

Yves Fréville

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 Clézio

► 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 Veyssset

Suppléant

Georges Tissié

► **L'Union professionnelle artisanale**

Dany Bourdeaux

Suppléante

Berthe Duguey

**Représentants du ministre chargé
de la Sécurité sociale nommés par arrêté
du ministre chargé de la Sécurité sociale**

Dominique Libault

Suppléant

Laurent Habert

Jean-Louis Rey

Suppléant

Franck Le Morvan

**Représentant du ministre chargé
de l'Économie, des finances et de l'industrie
nommé par arrêté du ministre chargé de
l'Économie, des finances et de l'industrie**

Ramon Fernandez

Suppléant

Nicolas Carnot

**Représentant du ministre chargé
du Budget nommé par arrêté du ministre
chargé du Budget**

Philippe Josse

Suppléant

Guillaume Gaubert

DIRECTOIRE

Président

Augustin de Romanet

Autres membres

Yves Chevalier

Antoine de Salins

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président

Antoine de Salins

Autres membres

Alain Hindié

Consultant

René Karsenti

PDG de ICMA

Jean-François Marie

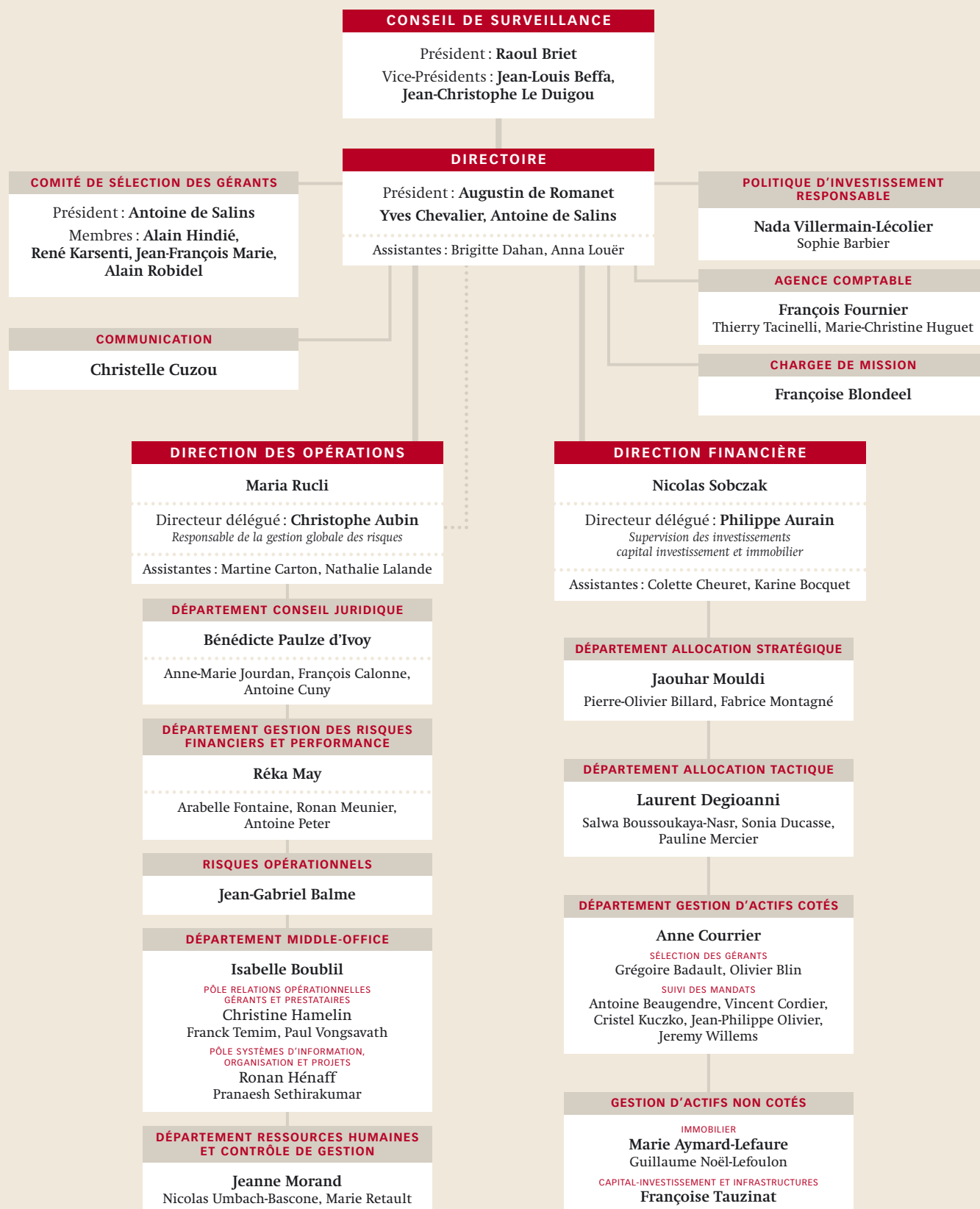
Vice-président de Montpensier Finance

Alain Robidel

Directeur associé AC2F Consultants

Organisation

mai 2009



Les comptes 2008

La situation patrimoniale du FRR à fin 2008 est marquée par une baisse de ses capitaux permanents et de la valeur de ses actifs financiers. Le résultat de l'exercice est déficitaire de 2,5 Mds € et les écarts d'estimation sont négatifs de 3,97 Mds €. Les valeurs mobilières et les disponibilités se sont élevées à 27,2 Mds € contre 34 Mds € à fin 2007.

En ce qui concerne les recettes, les dotations en provenance de l'État sont au même niveau que l'année précédente (1,8 Md €). Le produit des assurances-vie en déshérence, dont l'affectation au FRR a été décidée à compter de 2007, a fourni en 2008 une contribution de 350 000 €.

La contribution de la CNIEG (Caisse nationale des industries électriques et gazières) perçue en 2005, pour 3,060 Mds € subit le retournement des marchés. Au 31 décembre 2008, elle est évaluée à 2,912 Mds €.

Les comptes sont établis en *marked to market* conformément aux règles du plan comptable. Toutefois, le FRR n'est soumis à aucune contrainte de liquidité avant 2020. Dès lors, la valorisation de ses actifs au 31 décembre en valeur de marché constitue, dans ce contexte particulier, une mesure et un indicateur qui sont d'une portée relative en matière de gestion financière à long terme.

Il n'en demeure pas moins que les résultats doivent être commentés pour appréhender les principaux facteurs de leur formation.

A cet égard, si l'évolution des écarts d'estimation n'appelle pas de commentaire particulier, deux séries d'observations apparaissent nécessaires pour bien comprendre les évolutions intervenues au cours de l'année 2008 : l'une porte sur l'analyse du résultat financier de l'année tel que retracé au compte de résultat ; l'autre porte sur le montant de la contribution exceptionnelle de la CNIEG qui figure en dette au bilan.

Les cessions de valeurs mobilières

Lors des deux précédents exercices (2006 et 2007), le solde des plus et moins-values de cessions de titres (actions ou obligations) était très positif (plus de 1,3 Md € chaque année).

En 2008, il a été fortement déficitaire, à hauteur de 2,1 Mds €. Cette différence résulte principalement de deux facteurs :

- un certain nombre de mandats sont venus à échéance et ont été remplacés. À cette occasion, des transitions sont intervenues qui ont conduit à vendre tout ou partie des titres à leur valeur de marché et à enregistrer ainsi des moins-values significatives. Simultanément, les titres ont été achetés par les gérants dans le cadre des nouveaux mandats à des cours relativement bas et peuvent laisser espérer, à un horizon plus éloigné, des plus-values qui, tant que les titres ne seront pas vendus, apparaîtront dans les écarts d'estimation des années prochaines. Il est important d'avoir constamment présent à l'esprit cet enchaînement pour interpréter à sa juste mesure, dans le contexte propre au FRR, le résultat enregistré à un moment donné ;

- le FRR a constaté que ses gérants, dont la performance est appréciée par rapport à l'évolution d'un *benchmark*, ont procédé à des arbitrages sectoriels (sous-exposition aux valeurs financières ou au secteur automobile par exemple) qui ont pu les conduire à enregistrer une moins-value significative mais en leur permettant de procéder à des achats de valeurs dont ils estimaient qu'elles pourraient s'apprécier davantage dans les mois à venir. Ces choix expliquent, pour une bonne part, l'augmentation importante de la performance relative des gérants de mandats actifs au cours des derniers mois de 2008.

Ces deux facteurs dépendent entièrement des modalités de gestion des fonds confiés au FRR. Les mandats signés entre le FRR et les sociétés de gestion constituent des contrats de délégation de gestion et le FRR, qui apprécie la performance des gérants et rémunère, lorsqu'il y a lieu, leur surperformance par rapport à un *benchmark*, ne peut s'ingérer dans leur processus de gestion.

De même, la durée limitée des mandats (contrainte fixée par le Code des marchés publics) ne permet pas de porter des titres pendant une durée supérieure à 4 ou 5 ans. Il faut alors organiser de nouveaux appels d'offres et désigner des gestionnaires qui peuvent accepter ou

refuser de reprendre tout ou partie des titres déjà acquis au nom du FRR. La gestion des transitions d'un mandat à l'autre peut donc entraîner des ventes de titres qui ont pour conséquence de réaliser des plus ou moins-values au cours d'un exercice donné. Pour pallier cet impact, il conviendrait, soit de modifier les règles du Code des marchés publics pour permettre d'augmenter la durée des mandats, soit de faire évoluer profondément les processus de gestion du FRR en l'autorisant à gérer directement et donc à porter plus longtemps les titres qu'il jugerait prometteurs à long terme. Dix transitions multiples concernant 19 gestionnaires ont été réalisées en 2008, pour un montant de 8,5 Mds €.

Les gains et pertes de change

Le FRR couvre systématiquement à 90 % l'exposition de son portefeuille aux devises étrangères, au moyen de contrats *forward*, qui sont enregistrées au bilan du FRR comme des créances ou des dettes.

La couverture s'est au total révélée légèrement « coûteuse » en 2008, puisque l'ensemble des devises étrangères du portefeuille du FRR a eu tendance à s'apprécier face à l'euro durant l'année. Mais cette perte est intégralement compensée par les gains réalisés sur les portefeuilles physiques exprimés en devises.

Les gains et pertes sur instruments financiers à terme

Le FRR complète l'exposition de son portefeuille physique par une exposition au moyen de produits dérivés. Ce complément est nécessaire, car les portefeuilles « physiques » en titres vifs ne permettent pas de piloter finement l'exposition aux classes d'actifs fixées par l'allocation stratégique (et les éventuelles positions tactiques). Ces positions sont enregistrées au bilan comptable seulement pour ce qui concerne les dépôts de garantie ainsi que les « marges à recevoir ». Au 31 décembre 2008, le poste créance correspond à 56,3 M€ de dépôts de garantie et 4,7 M€ de marges à recevoir, soit donc un total

de 61 M€ au bilan. Du côté dettes, il faut prendre les marges à payer (1,6 M€) auxquelles s'ajoute la soule à verser sur le *swap* matières premières (14,3 M€) soit un total de 15,9 M€.

Le compte de résultat reflète les pertes et les gains correspondant au « réalisé » c'est-à-dire au total des appels de marges de tous les contrats clôturés en 2008. Les pertes nettes de 1,326 Md € réalisées sur les instruments financiers correspondent essentiellement aux pertes enregistrées sur les futures sur indices actions (puisque les marchés ont fortement baissé). En moyenne, le FRR a en effet porté un encours moyen de futures de 2,094 Mds € sur les actions, de 461 M€ sur les obligations (encours très positif jusqu'au 30 septembre et ensuite négatif) et de 263 M€ sur les matières premières (jusqu'en novembre, puisque le mandat de *swaps* prend le relais des positions futures à partir de décembre).

Commentaire sur l'évolution de la contribution CNIEG

La Caisse nationale des industries électriques et gazières a versé, en application de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 et de l'arrêté du 21 janvier 2005, une somme de 3,060 Mds € qui correspond à une dette individualisée du FRR vis-à-vis de la CNAV. Cette dette est augmentée ou réduite en fonction des résultats de la gestion financière du FRR sur la base du poids relatif de la contribution CNIEG et des autres abondements reçus par le FRR.

Chaque semestre, le FRR attribue ainsi une part de son résultat (bénéfice ou perte) et selon la même clé de répartition une part des écarts d'estimation constatés en fin de période. Les modalités de calcul et de répartition au profit de la CNAV sont précisées par la convention entre les deux établissements du 12 juillet 2005.

Au 31 décembre 2008, la créance de la CNAV sur le FRR au titre de la contribution CNIEG s'élevait à 2 912 325 327,14 € compte tenu des résultats (latents et réalisés), positifs puis négatifs, de la gestion financière du FRR depuis le versement de cette contribution en 2005.

Bilan

en euros

ACTIF	31/12/2008	31/12/2007
Immobilisations	477 005,48	467 827,88
Créances	11 980 612 476,21	10 191 428 687,93
Dotations affectées au FRR à recevoir	35 697 158,35	72 306 914,11
Créances d'exploitation	0,00	0,00
Créances liées aux instruments financiers	57 100 065,78	83 294 132,16
Créances liées aux opérations de change	11 826 364 529,39	10 002 351 699,80
Créances liées aux instruments financiers à terme	61 450 722,69	33 475 941,86
Valeurs mobilières	24 405 802 774,09	31 644 441 797,98
Actions	12 029 436 496,60	18 051 575 728,01
Obligations	11 674 659 166,91	10 372 379 983,36
Titres de créances négociables	425 633 918,50	2 640 888 950,87
OPCVM	118 533 302,42	529 002 603,10
Fonds d'investissement	157 539 889,66	50 594 532,64
Disponibilités	2 745 592 624,84	2 623 576 386,66
Charges constatées d'avance	30 219,79	104 035,32
TOTAL	39 132 515 100,41	44 460 018 735,77

PASSIF	31/12/2008	31/12/2007
Capitaux propres	24 708 301 668,03	30 595 085 409,69
Dotations	24 607 005 853,79	22 765 729 699,54
Réserves	6 637 716 246,07	3 913 173 975,69
Ecart d'estimation	-3 976 932 489,63	1 191 639 464,08
Résultat de l'exercice	-2 559 487 942,20	2 724 542 270,38
Dettes	14 421 729 145,93	13 846 457 004,96
Contribution exceptionnelle CNIEG	2 912 325 327,14	3 879 535 179,02
Dettes d'exploitation	56 279 497,44	55 042 677,15
Dettes liées aux instruments financiers	19 490 328,86	24 575 504,25
Dettes liées aux opérations de change	11 417 646 082,51	9 875 680 585,81
Dettes liées aux instruments financiers à terme	15 987 909,98	11 623 058,73
Produits constatés d'avance	2 484 286,45	18 476 321,12
TOTAL	39 132 515 100,41	44 460 018 735,77

Compte de résultat

CHARGES	2008	2007
Services extérieurs	72 452 264,64	67 971 177,29
Impôts et taxes	95 682,60	68 708,47
Frais de personnel	1 020 631,76	727 430,18
Amortissement	205 057,78	170 470,30
Charges d'exploitation	73 773 636,78	68 937 786,24
Pertes de change	1 620 683 643,02	234 443 909,08
Charges sur instruments financiers à terme	1 827 246 408,21	398 469 309,73
Charges sur cession de valeurs mobilières	2 940 815 447,88	624 317 142,18
Autres charges financières	2 668 838,41	2 660,65
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	- 318 546 041,77	361 595 545,22
Charges financières	6 072 868 295,75	1 618 828 566,86
Charges exceptionnelles	1 987,63	0,00
Total charges	6 146 643 920,16	1 687 766 353,10
Résultat de l'exercice	- 2 559 487 942,20	2 724 542 270,38
TOTAL	3 587 155 977,96	4 412 308 623,48

PRODUITS	2008	2007
Revenus des valeurs mobilières	1 030 789 512,78	879 258 010,50
Gains de change	1 198 464 349,83	826 679 752,75
Produits sur instruments financiers à terme	500 861 119,98	536 880 220,73
Produits sur cession de valeurs mobilières	772 415 830,55	2 016 324 640,90
Autres produits financiers	84 476 905,13	153 107 119,54
Produits financiers	3 587 007 718,27	4 412 249 744,42
Produits exceptionnels	148 259,69	58 879,06
Total produits	3 587 155 977,96	4 412 308 623,48
TOTAL	3 587 155 977,96	4 412 308 623,48

Annexe aux comptes

arrêtés au 31 décembre 2008

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. Compte tenu de la situation actuelle des marchés, les valeurs retenues au bilan pour les produits de taux, évaluées comme indiquées ci-dessus, pourraient s'écarter des prix auxquels seraient effectivement réalisées les cessions si une part de ces actifs devait être liquidée, étant précisé toutefois l'horizon de placement à long terme du FRR, 2020 et plus.

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 de la dernière valorisation communiquée 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 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.

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

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

Présentation des états financiers

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

Bilan

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

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

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

Les « créances » et « dettes liées aux opérations de

change » regroupent les opérations en instance qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.

Les « créances » et « dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux *futures* (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie) 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 "écarts d'estimation" représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêté.
- Le résultat de l'exercice.

La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

► La contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi N° 2004-803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3,060 Mds € la somme devant être versée avant le 30 juin 2005 au FRR par la CNIEG.

► Les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêté du 31 janvier 2005.

► La quote-part des produits de l'exercice, nets de frais, correspondant à 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 2007

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

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2008

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation ⁽²⁾	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 investissement	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

	31/12/2008	31/12/2007
Actions	12 029 436 496,60	18 051 575 728,01
Obligations	11 674 659 166,91	10 372 379 983,36
TCN	425 633 918,50	2 640 888 950,87
OPCVM	118 533 302,42	529 002 603,10
Capital investissement	157 539 889,66	50 594 532,64
TOTAL	24 405 802 774,09	31 644 441 797,98

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

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

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2008	31/12/2007
< 3 mois	2,71 %	14,49 %
> 3 mois < 1 an	3,18 %	9,44 %
1 à 3 ans	14,36 %	8,75 %
3 à 5 ans	15,80 %	11,91 %
5 à 7 ans	9,59 %	12,08 %
7 à 10 ans	21,52 %	16,29 %
10 à 15 ans	11,76 %	8,13 %
> 15 ans	21,08 %	18,91 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2008	31/12/2007
Taux fixe	91,14 %	89,96 %
Taux indexé	8,31 %	9,52 %
Taux variable	0,55 %	0,52 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES
PAR DEVISE DE COTATION

Devise	Actions	Obligations	TCN	OPCVM ⁽³⁾	LP ⁽⁴⁾	Total
AUD	152 634 338,56	4 251 164,89	-	-	-	156 885 503,45
CAD	122 177 369,35	-	-	-	-	122 177 369,35
CHF	179 703 911,26	-	-	-	-	179 703 911,26
DKK	24 502 264,32	-	-	-	-	24 502 264,32
EUR	7 259 566 988,22	9 385 856 849,40	113 944 206,35	-	78 748 959,00	16 838 117 002,97
GBP	391 531 130,88	185 450 982,90	-	-	-	576 982 113,78
HKD	83 142 576,91	-	-	-	-	83 142 576,91
JPY	627 757 492,77	323 066 709,24	-	-	-	950 824 202,01
NOK	21 588 364,31	11 275 711,83	-	-	-	32 864 076,14
NZD	925 182,72	-	-	-	-	925 182,72
SEK	46 932 138,81	-	-	-	-	46 932 138,81
SGD	28 019 896,15	-	-	-	-	28 019 896,15
USD	3 090 954 842,34	1 764 757 748,65	309 205 425,70	118 533 302,42	78 790 930,66	5 362 242 249,77
TOTAL NET D'IPA ⁽⁵⁾	12 029 436 496,60	11 674 659 166,91	423 149 632,05	118 533 302,42	157 539 889,66	24 403 318 487,64

IPA sur BTF	1 921 574,31
IPA sur Bons du Trésor Etrangers	40 941,70
IPA sur certificats de dépôts	521 770,44
TOTAL IPA	2 484 286,45

TOTAL PORTEFEUILLE	12 029 436 496,60	11 674 659 166,91	425 633 918,50	118 533 302,42	157 539 889,66	24 405 802 774,09
---------------------------	--------------------------	--------------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	--------------------------

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

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2008

VALEURS MOBILIÈRES	TOTAL NET D'IPA	IPA	TOTAL PORTEFEUILLE
Actions			
Européennes zone euro	7 257 740 687,04	-	7 257 740 687,04
Européennes hors zone euro	666 084 110,76	-	666 084 110,76
Amérique	3 213 132 211,69	-	3 213 132 211,69
Asie hors Japon	264 721 994,34	-	264 721 994,34
Japon	627 757 492,77	-	627 757 492,77
	12 029 436 496,60	-	12 029 436 496,60
Obligations			
Européennes zone euro	9 385 856 849,40	-	9 385 856 849,40
Européennes hors zone euro	196 726 694,73	-	196 726 694,73
Amérique	1 764 757 748,65	-	1 764 757 748,65
Asie hors Japon	4 251 164,89	-	4 251 164,89
Japon	323 066 709,24	-	323 066 709,24
	11 674 659 166,91	-	11 674 659 166,91
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	113 944 206,35	2 443 344,75	116 387 551,10
Amérique	309 205 425,70	40 941,70	309 246 367,40
	423 149 632,05	2 484 286,45	425 633 918,50
OPCVM			
ETF Large Capitalisation USA	118 533 302,42	-	118 533 302,42
	118 533 302,42	-	118 533 302,42
Fonds d'investissement			
Europe	78 748 959,00	-	78 748 959,00
Amérique	78 790 930,66	-	78 790 930,66
	157 539 889,66	-	157 539 889,66
TOTAL GÉNÉRAL	24 403 318 487,64	2 484 286,45	24 405 802 774,09

DOTATIONS AFFECTÉES AU FRR À RECEVOIR NETTES
DES PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

	31/12/2008
ACOSS - Épargne Salariale	2 177 770,85
Caisse des dépôts et consignations - Consignations prescrites	4 697 929,09
Caisse centrale mutuelles sociales agricoles	- 574 641,69
SCBCM MINEFE	29 396 100,10
Contributions sociales sur les revenus du patrimoine	34 464 088,21
Contributions sociales sur les produits de placement	37 030 126,92
Contributions sociales sur les produits de placement (produits constatés d'avance)	- 42 098 115,03
TOTAL	35 697 158,35

DETTES D'EXPLOITATION

DETTES	31/12/2008	> 1 AN	< 1 AN
État et organismes sociaux	62 066,31	-	62 066,31
Autres dettes	56 217 431,13	-	56 217 431,13
TOTAL	56 279 497,44	-	56 279 497,44

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

CRÉANCES	31/12/2008
liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	37 199 748,39
Ventes en attente de règlement	19 900 317,39
TOTAL	57 100 065,78
liées aux opérations de change	
Achats à terme	1 582 644 929,32
Devises à recevoir à terme	10 232 496 542,51
Devises à recevoir au comptant	127 200,97
Déport	11 095 856,59
TOTAL	11 826 364 529,39
liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	56 288 508,98
Marge à recevoir	5 162 213,71
TOTAL	61 450 722,69

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

DETTES	31/12/2008
liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	19 490 328,86
TOTAL	19 490 328,86
liées aux opérations de change	
Ventes à terme	9 707 741 184,05
Devises à livrer à terme	1 688 812 489,75
Devises à livrer au comptant	127 438,80
Report	20 964 969,91
TOTAL	11 417 646 082,51
liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	1 630 825,70
Écart d'estimation sur contrat de swap	14 357 084,28
TOTAL	15 987 909,98

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PROPRES

	31/12/2008	31/12/2007	ÉVOLUTION
Dotations	24 607 005 853,79	22 765 729 699,54	8,09 %
Réserves	6 637 716 246,06	3 913 173 975,69	69,62 %
Écarts d'estimation	-3 976 932 489,63	1 191 639 464,08	-433,74 %
Résultat de l'exercice	-2 559 487 942,20	2 724 542 270,38	-193,94 %
	24 708 301 668,03	30 595 085 409,69	-19,24 %

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG

APPLICATION DE LA CONVENTION CNAV-FRR

Fonds propres au 30/06/2008	27 729 513 190,22
Abondements 3ème trimestre 2008	490 211 827,39
Solde CNIEG au 30/06/2008	3 488 796 105,23
	31 708 521 122,84
Quote-part CNAV au 31/12/2008	11,00%

Abondements

30/06/2008	201 467 489,31	1 ^{er} trimestre 2008
30/09/2008	691 679 316,70	490 211 827,39

Répartition au 31 décembre 2008

	30/06/2008	31/12/2008	à répartir
Charges d'exploitation	36 150 905,88	73 773 636,78	37 622 730,90
Résultat financier	223 885 964,22	- 2 825 517 641,81	- 3 049 403 606,03
Résultat exceptionnel	151 356,25	146 272,06	- 5 084,19
RÉSULTAT GLOBAL	187 886 414,59	- 2 899 145 006,53	- 3 087 031 421,12

Ecart d'estimation capital investissement	- 13 952 105,94	- 30 002 728,52	- 16 050 622,58
Ecart d'estimation change	- 4 452 935,56	- 21 870 484,49	- 17 417 548,93
Ecart d'estimation change à terme	3 223 922,10	408 887 827,52	405 663 905,42
Ecart d'estimation dérivés	- 72 803 583,43	9 795 481,79	82 599 065,22
Ecart d'estimation swaps	0,00	- 14 357 084,28	- 14 357 084,28
Ecart d'estimation valeurs mobilières	- 2 308 958 847,24	- 4 901 718 572,02	- 2 592 759 724,78
ECART D'ESTIMATION TOTAL	- 2 396 943 550,07	- 4 549 265 560,00	- 2 152 322 009,93

À porter au débit de la CNAV

[Produits financiers et exceptionnels] - [charges de fonctionnement]	- 3 087 031 421,12
Pourcentage de répartition	11,00 %
A PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV	- 339 657 064,33

Ecart d'estimation	- 2 152 322 009,93
Pourcentage de répartition	11,00 %
A PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV	- 236 813 713,78

Récapitulation

Produits financiers moins charges de fonctionnement	- 339 657 064,33
Ecart d'estimation (moins-values latentes)	- 236 813 713,78
TOTAL	- 390 739 073,79

Pour mémoire : contribution CNIEG au 30/06/2008	3 488 796 105,23
--	-------------------------

CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2008	2 912 325 327,13
---	-------------------------

DISPONIBILITÉS

DEVICES	TOTAL
AUD	26 568 644,89
CAD	1 573 582,12
CHF	31 267 962,57
DKK	1 192 234,32
EUR	2 294 627 946,13
GBP	62 532 227,30
HKD	9 147 143,49
NOK	695 799,43
NZD	6 215,97
SEK	2 217 393,61
SGD	367 271,56
USD	235 002 864,49
JPY	80 393 338,96
TOTAL	2 745 592 624,84

CHARGES D'EXPLOITATION

	MONTANT
Services extérieurs	72 452 264,64
Gestion administrative (Caisse des Dépôts)	20 166 450,77
Rémunération des sociétés d'investissement	39 485 774,07
Charge provisionnée au titre de la TVA sur les sociétés de gestion britanniques	7 748 300,57
Autres services extérieurs	5 051 739,23
<i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>3 528 379,19</i>
Impôts et taxes	95 682,60
Personnel	1 020 631,76
Amortissements	205 057,78
TOTAL	73 773 636,78

INTÉRÊTS PERÇUS D'AVANCE

Les intérêts perçus d'avance s'élèvent à 2 484 286,45 €. 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	29 965 339,01	1,77 %	206 718 883,95	2,02 %
CAD	23 252 149,15	1,38 %	246 817 892,90	2,41 %
CHF	48 390 900,67	2,87 %	401 848 537,33	3,93 %
DKK	3 109 948,43	0,18 %	24 348 932,58	0,24 %
GBP	178 557 874,78	10,57 %	941 918 149,45	9,20 %
HKD	4 849 940,93	0,29 %	91 266 374,09	0,89 %
JPY	262 707 957,51	15,56 %	1 317 687 281,55	12,88 %
NOK	3 558 726,38	0,21 %	29 704 249,43	0,29 %
NZD	69 088,01	0,00 %	48 150 035,14	0,47 %
SEK	375 915,54	0,02 %	39 878 072,69	0,39 %
SGD	396 263,11	0,02 %	26 621 675,31	0,26 %
USD	1 133 578 386,23	67,12 %	6 857 536 458,09	67,02 %
TOTAL	1 688 812 489,75	100,00 %	10 232 496 542,51	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 indices

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
AP0309	SYD FUTURE SPI2 0309	AUD	3 746,00	15 547 661,44
BXF0109	MAR FUTURE BEL2 0109	EUR	1 900,00	28 367 000,00
ES0309	CHI FUTUR SPMIN 0309	USD	900,10	58 892 913,93
FCE0109	MAR CAC40 0109	EUR	3 221,00	105 745 430,00
FDAX0309	EUR FUTURE DAX 0309	EUR	4 834,50	238 461 712,50
FESX0309	EUR DJ EURO STO 0309	EUR	2 450,00	302 624 000,00
FSM0309	EUR FUTURE SMI 0309	CHF	5 451,00	99 179 426,18
FTI0109	AEX FUTURE AEX 0109	EUR	246,35	100 165 910,00
HSI0109	HKF HANG SENG I 0109	HKD	14 405,00	9 560 411,77
NQ0309	CHI NASDAQ 100 0309	USD	1 212,50	33 878 997,16
SP0309	CHI SP500 0309	USD	900,10	54 716 341,14
TP0309	TOK TOPIX 0309	JPY	862,00	74 017 840,48
YM0309	CBO FUTURE DJ M 0309	USD	8 727,00	70 378 525,95
Z0309	LIF FTSE100 0309	GBP	4 390,00	211 860 578,16
TOTAL				1 403 396 748,71

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
EMD0309	CHI FUTURE SPI4 0309	USD	537,20	21 950 980,18
RTA0309	ICE RUSSELL 200 0309	USD	497,90	27 723 794,11
TOTAL				49 674 774,29

Futures sur taux

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0309	EUR EURO BUND F 0309	EUR	124,84	213 726 080,00
FGBM0309	EUR EURO BOBL F 0309	EUR	116,21	212 780 510,00
FGBS0309	EUR EURO SCHATZ 0309	EUR	107,47	267 815 240,00
FGBX0309	EUR FUTURE EURO 0309	EUR	102,72	4 211 520,00
I0309	LIF 3MO EURO EU 0309	EUR	97,77	2 933 100,00
I0609	LIF 3MO EURO EU 0609	EUR	98,03	980 250,00
SXF600309	MON FUTURE TSE6 0309	CAD	539,90	6 355 466,20
TOTAL				708 802 166,20

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0309	EUR EURO BUND F 0309	EUR	124,84	211 229 280,00
FGBM0309	EUR EURO BOBL F 0309	EUR	116,21	278 671 580,00
FGBS0309	EUR EURO SCHATZ 0309	EUR	107,47	156 691 260,00
FGBX0309	EUR FUTURE EURO 0309	EUR	102,72	102 103 680,00
FV0309	CBO UST NOTE 5 0309	USD	119,05	180 114 903,69
JGB0309	TOK JPN 10Y BON 0309	JPY	140,12	47 815 694,46
R0309	LIF GILT FUTURE 0309	GBP	123,47	18 133 878,06
TY0309	CBO T NOTE US 1 0309	USD	125,75	20 535 412,40
TOTAL				1 015 295 688,61

ENGAGEMENTS HORS BILAN SUR SWAPS

Swaps matières premières

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Eng. nominal en euro
SWAP335028	Swap SGGSCI Energy & Metals	USD	71 939 860,00
SWAP335031	Swap SGGSCI Energy & Metals	USD	183 446 643,00
TOTAL			255 386 503,00

			Panthéon Ventures	Access Capital Partners	Total
Engagements initiaux	EUR	550 000 000	300 000 000	850 000 000	
Solde de l'exercice précédent	EUR	16 555 000	9 000 000	25 555 000	
Versements de la période	EUR	38 500 000	36 000 000	74 500 000	
Distribution d'avoirs	EUR	0	0	0	
Solde à la date d'arrêté	EUR	55 055 000	45 000 000	100 055 000	
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	42 816 558	35 932 401	78 748 959	

		Lehman Brothers Int. Europe	Axa IM Private Equity Europe	Total		Lehman Brothers Int. Europe	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements initiaux	USD	679 932 200	198 000 000	877 932 200	EUR ⁽⁹⁾	489 142 129	142 440 923	631 583 052
Appels nets de l'exercice précédent	USD	20 459 160	20 838 711	41 297 871	EUR ⁽¹⁰⁾	14 696 147	15 093 360	29 789 507
Versements de la période	USD	54 394 560	32 306 692	86 701 252	EUR ⁽¹⁰⁾	36 575 780	21 962 575	58 538 355
Distribution d'avoirs	USD	0	- 1 077 949	- 1 077 949	EUR ⁽¹⁰⁾	0	- 840 244	- 840 244
Appels nets à la date d'arrêté	USD	74 853 720	52 067 454	126 921 174	EUR ⁽¹⁰⁾	51 271 927	36 215 691	87 487 618
Valorisation à la date d'arrêté	USD	64 881 002	44 630 909	109 511 911	EUR ⁽⁹⁾	46 675 302	32 115 628	78 790 931
Total engagements initiaux (EUR)								1 481 583 052
Total versements nets à la date d'arrêté (EUR)								187 542 618
Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)								157 539 890

9/ Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,7193986 à la date d'arrêté

10/ Selon une parité \$ vs € en date d'opération

COMPLÉMENTS D'INFORMATION

Opérations sur les marchés à terme.

TITRES ET ESPÈCES EN DÉPOSIT AU 31/12/2008

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
AU300TB01216	AUSTRALIA 5.25 % 15/08/10	8 000	4 688 597,71	4 251 164,89
FR0010415331	OAT 3.75 % 25/04/17	10 000 000	9 548 787,95	10 599 043,50
FR0113872750	BTF 04/06/09	100 000 000	100 000 000,00	99 223 297,89
GB0032785924	GILT 4 % S 07/03/09	25 000 000	31 652 020,15	26 358 543,10
JP1022551749	JAPAN 0.8 % 15/04/09 N.255	12 000	4 703 056,41	4 776 454,73
JP10226317C7	JAPAN 0.8 % 15/12/09 N.263	18 000	5 529 911,86	7 176 988,54
US912795Q955	USA TREASURY BILL 30/07/09	35 000 000	26 542 297,05	25 136 815,94
US912795S282	USA TREASURY BILL 27/08/09	40 000 000	30 334 053,77	28 739 691,38
SOUS-TOTAL TITRES			212 998 724,90	206 261 999,97

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.CAD	DEPOSIT CAD	1 893 750	1 235 415,20	1 103 583,91
DG.CHF	DEPOSIT CHF	16 492 538	10 737 202,08	11 146 996,04
DG.EUR	DEPOSIT EUR	2 145 900	2 145 900,00	2 145 900,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	2 094 730	2 094 730,00	2 094 730,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 091 890	1 091 890,00	1 091 890,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 996 780	1 996 780,00	1 996 780,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	2 133 730	2 133 730,00	2 133 730,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	134 400	134 400,00	134 400,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	25 458 236	25 458 236,09	25 458 236,09
DG.EUR	DEPOSIT EUR	801 870	801 869,50	801 869,50
DG.GBP	DEPOSIT GBP	4 853 395	5 490 681,12	5 019 801,71
DG.HKD	DEPOSIT HKD	23 115 950	2 059 944,37	2 145 700,18
DG.USD	DEPOSIT USD	1 410 750	1 022 531,73	1 014 891,55
SOUS-TOTAL ESPÈCES			56 403 310,09	56 288 508,98
TOTAL			269 402 034,99	262 550 508,95

FRAIS DE GESTION

COMMISSION DE SURPERFORMANCE 30 % VARIABLE

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

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

A la date d'arrêt, le montant relatif aux 30 % applicables à la commission variable s'élève à 2 565 965,42 €.

COMMISSION DE SURPERFORMANCE 100% VARIABLE

Le lot 22 « Actions petites capitalisations des États-Unis » prévoit une rémunération de la surperformance, versée en une seule fois (100 %) à la fin du mandat. Au titre de ce lot et à la date d'arrêt son montant s'élève à 870 052,65 €.

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES

	2005	2006	2007	31/12/2008
Résultat de l'exercice	725 833 407,64	2 133 257 018,38	2 724 542 270,38	-2 559 487 942,20

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

TABLEAUX DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

TABLEAU DES EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATÉGORIE

Catégorie	CDI	CDD	INTERIM	AUTRES	TOTAL
Direction	2	-	-	-	2
Cadres	3	-	-	-	3
Employés	3	3	-	-	6
TOTAL	8	3	-	-	11
Autres ⁽¹¹⁾	-	-	-	1	1

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

IMMOBILISATIONS

TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	Immobilisations				Amortissements		
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Valeur brute à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotations	Cumulés à la fin de l'exercice	Valeur nette comptable
Immobilisations incorporelles	971 819,74	211 007,28	1 182 827,02	- 506 797,24	- 202 669,98	- 709 467,12	473 359,90
I - TOTAL	971 819,74	211 007,28	1 182 827,02	- 506 797,24	- 202 669,98	- 709 467,12	473 359,90
Immobilisations corporelles	7 270,81	3 228,10	10 498,91	- 4 465,43	- 2 387,90	- 6 853,33	3 645,58
II - TOTAL	7 270,81	3 228,10	10 498,91	- 4 465,43	- 2 387,90	- 6 853,33	3 645,58
TOTAL GÉNÉRAL	979 090,55	214 235,38	1 193 325,93	- 511 262,67	- 205 057,88	716 320,45	477 005,48

Rapport général des commissaires aux comptes

Exercice clos au 31 décembre 2008

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 2008 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 examiner, 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

La crise financière qui s'est progressivement accompagnée d'une crise économique emporte de multiples conséquences pour les entreprises et notamment au plan de leur activité et de leur financement. La très grande volatilité sur les marchés financiers demeurés actifs, la raréfaction des transactions sur des marchés financiers et immobiliers devenus inactifs ainsi que le manque de visibilité sur le futur, créent des conditions spécifiques cette

année pour la préparation des comptes, particulièrement au regard des estimations comptables qui sont requises en application des principes comptables. C'est dans ce contexte que nous avons procédé à nos propres appréciations que nous portons à votre connaissance en application des dispositions de l'article L.823-9 du Code de commerce.

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.

S'agissant de la valorisation des instruments financiers, nous avons notamment vérifié la correcte application des méthodes d'évaluation retenues avec celles décrites dans la note « Règles et méthodes comptables utilisées » de l'annexe, ainsi que la pertinence des précisions apportées quant à la valorisation des obligations.

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 aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion sur la situation financière et les comptes annuels.

Fait à Levallois-Perret et Paris La Défense, le 27 avril 2009.

Constantin Associés

Françoise Constant
Associée

KPMG Audit
Département de KPMG S.A.

Isabelle Bousquié
Associée

Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR

au 31 décembre 2008

Actions grandes capitalisations de la zone Euro, gestion passive

Taille indicative du lot : 3 Mds €
pour une durée de 3 ans⁽²⁾

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

Actions petites et moyennes capitalisations de la zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 200 M €
pour une durée de 5 ans⁽²⁾

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

Actions grandes capitalisations de la zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 620 M €
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

- Groupama Asset Management
- Lombard Odier Darier Hentch

Actions européennes 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 européennes hors zone Euro, gestion active

Taille indicative d'un mandat : 240 M €
pour une durée de 4 ans (2)

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

Actions pan européennes 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
- Dexia Asset Management
- Morley Fund Management
- Pictet Asset Management
- Sarasin Expertise 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 Asset Management Ltd
- Vanguard Investments Europe SA
- Barclays Global Investors Limited*

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

Taille indicative d'un mandat : 460 M €
pour une durée de 4 ans⁽²⁾

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

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

Taille indicative d'un mandat : 460 M € pour une durée de 4 ans ⁽²⁾

- Allianz Global Investors France (RCM Capital Management LLC)
- Goldman Sachs Asset Management*

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

Taille indicative d'un mandat : 240 M € pour une durée de 4 ans ⁽²⁾

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

Actions France, gestion passive

Taille indicative d'un mandat : 500 M € pour une durée de 4 ans ⁽²⁾

- Crédit Agricole Asset Management
- BNP Paribas Asset Management *

Actions Etats-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 Asset Management Ltd (BlackRock Capital Management, Inc.)

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
- BNP Paribas Asset Management SA
- Crédit Agricole Asset Management *
- HSBC Investments (France)
- Robeco Institutional Asset Management

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*
- IXIS Asset Management SA (Loomis, Sayles & Company, L.P.)
- Aberdeen Fund Management

Gestion Overlay tactique et couverture du risque de change

- State Street Global Advisors

Capital investissement

- Pantheon Ventures (Fonds européens diversifiés)
- Access Capital Partners (Fonds européens petites et moyennes capitalisations)
- Lehman Brothers International Europe (Fonds nord américains diversifiés)
- Axa private equity Europe (Rachats secondaires)

Indices matières premières

- BNP Paribas Asset Management

(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) A 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



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