2011

deux mille onze

RAPPORT ANNUEL 2011

FRR
FONDS DE RESERVE
POUR LES RETRAITES

SOMMAIRE

P. 02 MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE

P. 04 CHIFFRES CLÉS

P. 05 2011, UNE CRISE MAJEURE DANS UN CONTEXTE DE RALENTISSEMENT GLOBAL

P. 10 UN NOUVEAU MODÈLE DE GESTION QUI A MONTRÉ SA ROBUSTESSE EN 2011

P. 22 LE FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE

P. 26 GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES

P. 29 ORGANISATION ET COÛTS

P. 30 ORGANIGRAMME

P. 31 LES INSTANCES DIRIGEANTES

P. 33 ÉLÉMENTS FINANCIERS

P. 52 RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES AU 31 DÉCEMBRE 2011

P. 54 SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR AU 31 DÉCEMBRE 2011

MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE

Alain Vasselle
Président du Conseil de surveillance

Antoine Gosset-Grainville
Président du Directoire

L'année 2011 a été marquée par une nouvelle et brutale réplique de la crise financière à compter du mois d'août.

Dans un contexte difficile pour tous les gestionnaires d'actifs, la nouvelle allocation stratégique du Fonds a montré sa robustesse : le ratio de financement, qui exprime le rapport entre la valeur de marché de l'actif et la valeur actuelle du passif, n'est pas descendu en dessous de 130 % au plus fort de la crise et se situait à 137 % à la fin de l'année 2011.

L'expérience de l'année 2011 a également témoigné de l'intérêt renouvelé d'une ample diversification des actifs de performance : les actions, elles-mêmes très diversifiées sur le plan géographique, en termes de taille d'entreprises et entre secteurs d'activités, ont représenté entre 50 et 60 % de ces actifs ; les obligations des États aux économies émergentes, l'immobilier coté, les matières premières et certaines obligations d'entreprises ont permis de diversifier considérablement le contenu de cette poche et d'atténuer ainsi le choc qu'auraient représenté, par exemple, des investissements trop concentrés sur les seules actions de la zone euro et des économies émergentes.

En outre, le FRR a géré ses risques financiers de manière dynamique tout au long de l'année pour augmenter les bénéfices résultant de l'allocation stratégique. La plus faible volatilité du portefeuille, au pire de la crise, a encore accentué le biais naturellement prudent d'une allocation stratégique adaptée à un fonds qui, désormais, ne perçoit plus de recettes nouvelles.

Le FRR a géré ses risques financiers de manière dynamique tout au long de l'année pour augmenter les bénéfices résultant de l'allocation stratégique.

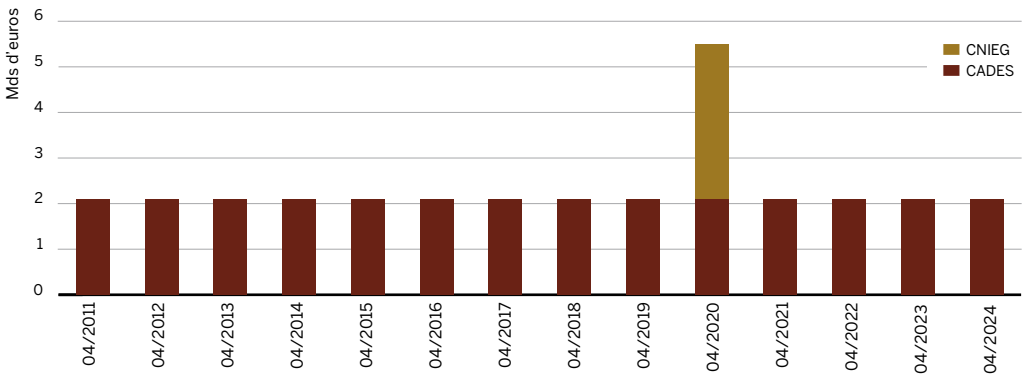
Le paiement des flux de passif du FRR peut donc, à la lumière de ce constat, être assuré avec un haut degré de sécurité.

Le FRR a également continué, comme il s'y était engagé, à concevoir des modalités d'investissement innovantes en constituant un panel de fonds collectifs diversifiés et en lançant un appel d'offres pour investir dans des entreprises de pays exposées à la croissance potentielle des économies émergentes.

Enfin, le FRR demeure plus que jamais un investisseur responsable. L'année 2011 a vu la fin de la première vague de mandats ISR lancée en 2006 et a donné lieu à l'organisation de nouveaux appels d'offres dont les résultats seront connus au cours du premier semestre 2012.

Prudent et raisonnablement ambitieux, le FRR est plus que jamais un investisseur engagé au service du développement d'une finance durable.

CHIFFRES CLÉS



À la suite de la réforme des retraites de 2010, le FRR versera 2,1 milliards d'euros à la CADES[1] chaque année entre 2011 et 2024 (inclus) et un flux unique à la CNAV[2] au titre de la soulte CNIEG[3] en 2020.

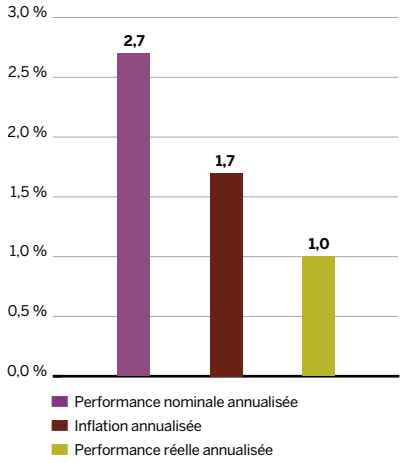
31,4 Mds €
Montant au 31/12/2011
des capitaux confiés au FRR
par la collectivité nationale

+ 2,65 %
Performance annualisée
de l'actif depuis l'origine

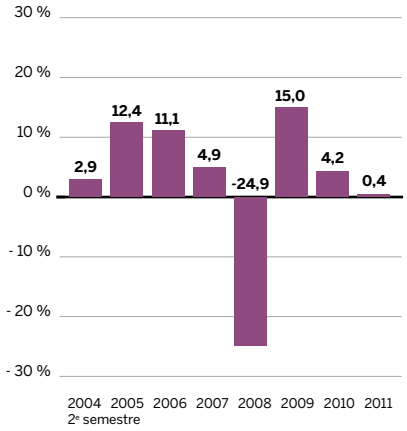
35,1 Mds €
Montant au 31/12/2011
des actifs du FRR

+ 0,37 %
Performance 2011

> Performance du FRR depuis sa création au 31/12/2011



> Performance annuelle du FRR



1. *Caisse d'amortissement de la dette sociale.*
2. *Caisse nationale d'assurance vieillesse.*
3. *Caisse nationale des industries électroniques et gazières.*

2011, UNE CRISE MAJEURE DANS UN CONTEXTE DE RALENTISSEMENT GLOBAL

La dynamique économique et financière de début d'année a été interrompue par des poussées inflationnistes et par le tremblement de terre au Japon.

Poursuivant sur la lancée de fin 2010, le début de l'année s'est montré prometteur pour l'environnement économique et les rendements des actifs.
La croissance américaine a poursuivi sa progression sur des rythmes soutenus, certes en légère inflexion après le rebond spectaculaire de 2010, mais supérieurs à 2 %. Les indices de confiance des entreprises ont affiché des niveaux élevés.
En Europe, l'Allemagne et la France ont montré des performances économiques solides avec une croissance annualisée de 4 à 5 % au premier trimestre 2011.

En fin de premier trimestre, les indicateurs d'inflation ont signalé l'augmentation des tensions sur les prix : le pétrole a progressé de près de 20 % au premier trimestre, sous l'impulsion de la dynamique de croissance et des inquiétudes issues des mouvements politiques dans les pays arabes. Les indices d'inflation alimentaires ont crû de 15 % sur les deux premiers mois de l'année. Début 2011, l'inflation a franchi la barre des 2 % en zone euro et a atteint 2,8 % en juin. À cette même date, elle s'établissait à 3,6 % aux États-Unis, 4,2 % au Royaume-Uni et 6,4 % en Chine.

Certaines banques centrales ont alors pris des décisions de resserrement monétaire, en particulier dans les pays émergents mais aussi en Europe. Ainsi la Chine a remonté son ratio de réserves obligatoires par étapes de 18,5 % à 21,5 % entre décembre et juin. La Banque centrale européenne est, pour sa part, intervenue en remontant ses taux directeurs de 25 points de base à deux reprises en avril puis en juin.

En mars, un tremblement de terre a frappé le Japon, entraînant un terrible tsunami et un accident nucléaire sans précédent à la centrale de Fukushima. Au-delà des pertes humaines, le cataclysme a donné un coup d'arrêt à l'économie japonaise et a détruit d'importantes capacités de production. Les répercussions se sont fait sentir sur l'ensemble des économies mondiales, frappées un temps d'attentisme face à la menace de catastrophe nucléaire ou tout simplement en rupture de stock d'intrants en provenance du Japon.

Conjugué à la hausse d'une inflation qui a ponctionné mécaniquement le pouvoir d'achat des ménages, l'événement s'est traduit à la fin du printemps par des statistiques montrant une dégradation rapide du climat économique de part et d'autre de l'Atlantique avec un recul de l'emploi et de la confiance.

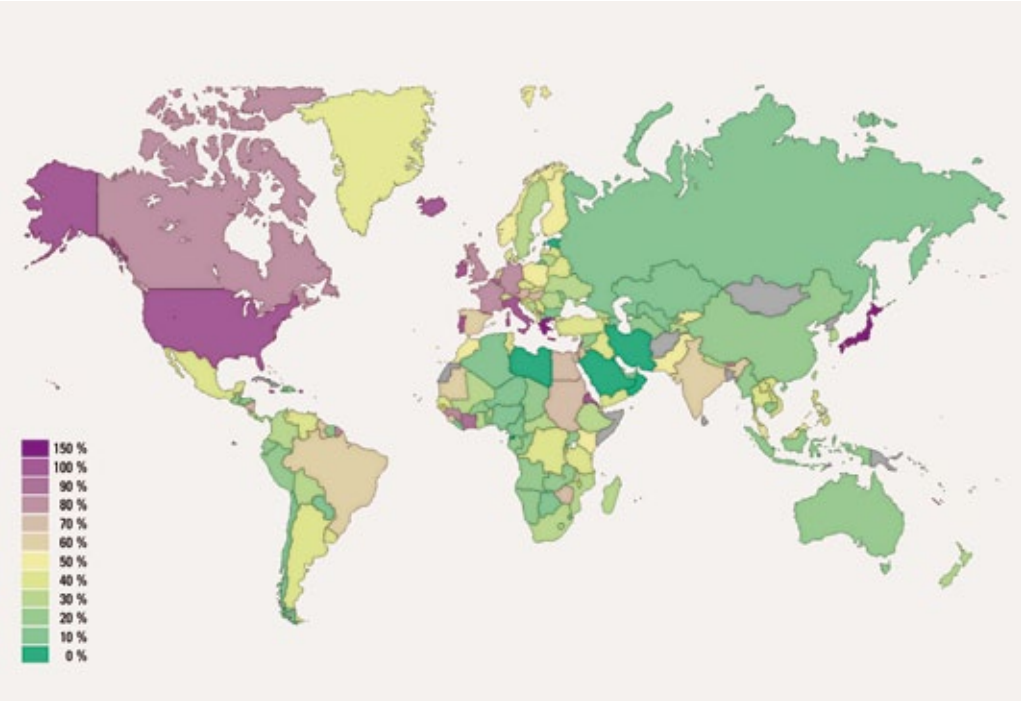
LA CRISE FINANCIÈRE DE LA ZONE EURO

En zone euro, la crise de confiance s'est aggravée après les mises sous surveillance et les dégradations de notes des dettes de plusieurs États.

À la fin du printemps et au début de l'été, la crise financière de la zone euro a connu de nouveaux développements : en sus du cas grec, la contagion a gagné l'Irlande, l'Italie, le Portugal et, dans une moindre mesure, l'Espagne. Plusieurs pays dont l'Italie ont vu la notation de leur risque de crédit mise sous surveillance. La Grèce a présenté en juin un nouveau plan d'austérité pour enrayer le dérapage de son déficit, alors que l'Italie a également annoncé un ensemble de mesures d'ajustement budgétaire.

Les contraintes budgétaires ont également pesé sur l'économie américaine. La dette publique américaine a continué à augmenter au cours de l'année 2011. Le plafond d'émissions autorisées par le Congrès a presque été atteint. Les démocrates et les républicains se sont affrontés au cours de l'été sur l'adoption de mesures permettant de relever ce plafond en contrepartie d'un plan d'économies futures. L'accord a finalement porté sur une hausse du plafond d'émission de dettes de 2 100 milliards de dollars assortie de coupes dans les dépenses et de la création d'un comité bipartite dont l'objectif était de dégager, avant fin 2011, 1 500 milliards de dollars d'économies supplémentaires sur dix ans. Face à cette réaction politique tardive et faisant suite à la mise sous surveillance négative en avril, la notation américaine a été abaissée d'un cran par l'agence Standard & Poor's, de AAA à AA+.

> Carte de la dette publique des pays du monde en 2011 en % du PIB



D'après les données du FMI 2011.

Cet événement a constitué une rupture considérable dans la manière d'apprécier les enjeux des dettes souveraines des grands pays. Les dégradations de notes se sont ensuite succédé dans les pays les plus fragiles. L'Irlande et le Portugal, après la Grèce, sont entrés dans la catégorie spéculative et, au milieu de l'été, la note de la dette française a commencé à faire l'objet de questions. La mise sous surveillance de cette dette est finalement intervenue début décembre.

Dans ce contexte, les banques européennes ont été mises à l'épreuve et ont éprouvé de plus en plus de difficultés à se financer. Un nouveau stress test conduit par le régulateur européen et visant à mieux prendre en compte l'impact des dépréciations de dettes souveraines a produit des résultats plus exigeants que lors des exercices précédents en faisant apparaître des besoins de recapitalisation de 107 milliards d'euros. Au même moment, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) a été renforcé par l'adoption de capacités d'intervention élargies.

Face à l'aggravation de la crise, les gouvernements et la Banque centrale ont fait preuve de réactivité pour contenir le risque systémique.

Face à l'aggravation de la crise financière, les gouvernements et la Banque centrale ont dû faire preuve de réactivité pour contenir le risque systémique qui résulterait d'un possible éclatement de la zone euro.

À l'automne, la situation s'est dégradée sur plusieurs fronts. Le gouvernement grec, faisant face à la contestation de la rue, s'est trouvé moins enclin à accepter de nouveaux sacrifices. La sortie de la Grèce de la zone euro a été évoquée après l'annonce par le gouvernement grec d'un projet de référendum visant à valider le nouveau plan d'austérité. Le projet a toutefois été abandonné au bout de quelques jours.

Il faudra la constitution d'un gouvernement technique d'union nationale à Athènes début novembre avec à sa tête l'ancien gouverneur de la banque centrale grecque et ex-vice-Président de la BCE, ainsi

que le départ forcé quelques jours plus tard du Président du Conseil italien remplacé lui aussi par un technicien, ancien commissaire européen, pour amorcer un retour au calme. Dans ce contexte, le gouvernement espagnol nouvellement élu s'est lui aussi assigné la tâche d'assainir la situation budgétaire du pays.

Pendant ce temps, les indicateurs économiques avancés ont signalé que la zone euro s'enfonçait dans une récession potentiellement profonde et longue, conséquence de la simultanéité des plans de consolidation budgétaire des grands pays développés et du ralentissement postresserrement monétaire des pays émergents.

Mario Draghi, à peine nommé gouverneur de la Banque centrale européenne le 1er novembre, a enclenché un cycle de baisse de taux, avec deux ajustements en novembre et décembre ramenant le taux directeur à son niveau de début d'année de 1 %.

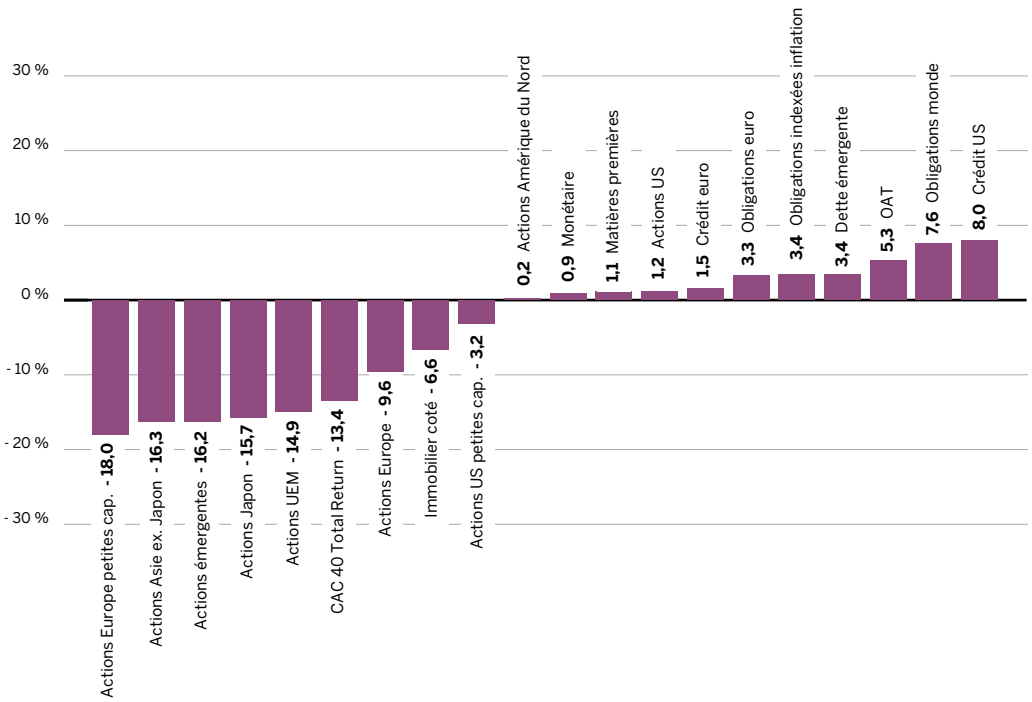
Le 9 décembre, un sommet de crise entre dirigeants européens a abouti à un projet d'accord contraignant de discipline budgétaire ainsi qu'à une perspective d'augmentation des fonds d'intervention du FMI à hauteur de 200 milliards d'euros.

Les deux derniers mois de 2011 ont permis de créer les conditions d'une stabilisation. Le 21 décembre, la BCE a complété son action par la mise en place de prêts à 3 ans pour les banques pour un montant proche de 500 milliards d'euros et par l'annonce d'une deuxième tranche pour fin février 2012. Parallèlement, sous l'impulsion de la banque centrale américaine très active pour injecter des liquidités et maintenir les taux les plus bas possible, les statistiques publiées ont mis en évidence une résistance satisfaisante de l'économie américaine dans un contexte global de ralentissement (PIB +2,8 % annualisé au quatrième trimestre, chiffre plus tard révisé à 3 %). De même, le double ralentissement économique des pays émergents et du commerce mondial, pour significatif qu'il soit, ne s'est pas traduit par un effondrement de ces économies et a permis d'espérer une stabilisation en début d'année 2012.

DES RENDEMENTS DIFFÉRENCIÉS SUIVANT LES MARCHÉS

Le contexte économique et politique très perturbé de l'année a conduit à des performances très différentes selon les types d'actifs (actions, obligations, matières premières ou immobilier) et les zones géographiques.

> Performances brutes des indices du FRR du 31 décembre 2010 au 31 décembre 2011



Note : les performances ci-dessus sont calculées couvertes à 90 % du risque de change pour les actifs de la poche de performance, sauf les actifs des pays émergents qui ne sont pas couverts, et à 90 % pour les actifs de la poche de couverture jusqu'à fin mars 2011 et à 100 % ensuite.

Les actions de la zone euro ont particulièrement souffert du contexte de forte aversion au risque liée à la crise des dettes publiques, aux menaces d'éclatement de la zone et aux perspectives d'entrée en récession. Après un début d'année bien orienté sur la lancée de 2010 (de l'ordre de 10 % sur l'Eurostoxx sur les deux premiers mois de l'année), la progression s'est arrêtée mi-février avec les premières mises sous surveillance et dégradations concomitantes de notes de pays européens et la dégradation de l'environnement économique. Entre le point haut de février et le point bas de septembre, l'Eurostoxx a perdu 35 % de sa valeur. Grâce à un rebond de 15 % sur la dernière partie de l'année dû à l'annonce du sommet du 9 décembre, à l'intervention de la BCE (LTRO[4]) et à de meilleurs indicateurs économiques américains, l'indice a terminé sur un repli annuel de - 15 % en tenant compte du dividende pour l'ensemble de l'année 2011. L'indice CAC 40 des grandes valeurs françaises a quant à lui terminé l'année sur une baisse de 13,4 % (y compris dividendes).

Le Japon et l'Asie en général ont également souffert. En relation avec les conséquences du tremblement de terre de mars, ces pays affichent des performances négatives similaires (- 16 % pour le Japon).

En bas de l'échelle, et sans surprise, les dernières places reviennent aux actifs les plus sensibles : **les actions émergentes et les petites capitalisations européennes** enregistrent - 16,2 % pour les premières et - 18 % pour les secondes.

En revanche, soutenues par les injections de liquidités de la Réserve fédérale, les **bourses américaines** parviennent à afficher des performances légèrement positives sur l'année à 1,2 % sur les grandes capitalisations. Les actions des sociétés à petites capitalisations américaines parviennent de leur côté à limiter leur baisse à - 3,2 %.

Les indices obligataires ont enregistré une nouvelle année de performances positives.

Malgré la crise de confiance à l'égard de la plupart des émetteurs européens, les indices obligataires ont enregistré une nouvelle année de performances positives, en raison d'un « report vers la sécurité » massif au profit des dettes américaines et allemandes.

En conséquence des craintes de propagation de la récession à partir du milieu de l'année et d'une fuite des capitaux vers la sécurité, les taux ont touché des seuils parmi les plus bas jamais atteints dans les pays considérés comme les plus sûrs : l'Allemagne et les États-Unis. Pourtant le début d'année, jusqu'au printemps, s'est traduit par une hausse de 2,96 % à 3,50 % pour le taux à 10 ans allemand et de 3,30 % à 3,75 % pour le taux à 10 ans américain, reflétant en cela la bonne tenue de l'économie et la hausse de l'inflation. La suite de l'année a enregistré une baisse des taux très violente, de l'ordre de 200 points de base pour atteindre les niveaux historiquement bas de 1,67 % aux États-Unis et 1,63 % pour l'Allemagne à l'automne et terminer l'année à des niveaux très proches de 2 % pour les deux pays.

En ce qui concerne le Japon dont les taux à 10 ans étaient déjà bas, ils ont franchi la barre des 1 % à plusieurs reprises et se sont établis légèrement en dessous de ce niveau à la fin du mois de décembre.

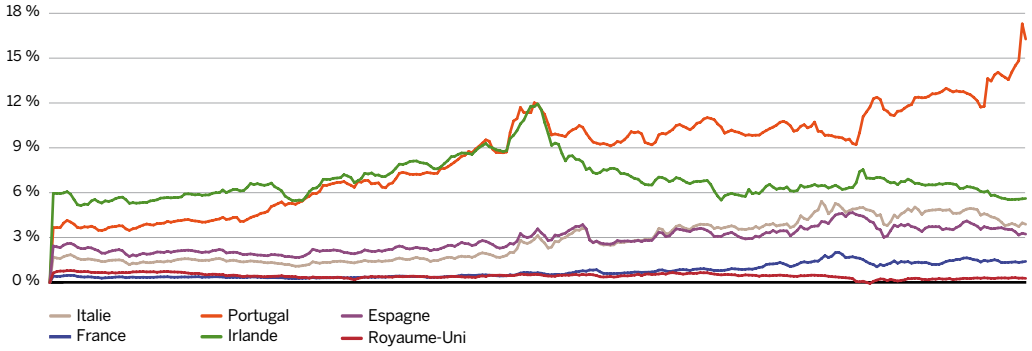
Cumulées avec les baisses des taux obligataires canadiens (- 115 points de base en 2011) et anglais (- 90 points de base), ces évolutions expliquent la très bonne performance de l'indice obligataire « souverain monde » de + 7,6 %. Seul l'indice crédit américain affiche une meilleure performance (8 %) en particulier grâce à sa duration plus longue que celle de l'indice « souverain monde ».

Si les indices obligataires globaux ont enregistré des bonnes performances, c'est en raison de leur faible exposition aux dettes des pays européens les plus attaquées en 2011.

En effet, les spreads (écarts de taux d'intérêt entre les obligations de chaque pays et les obligations d'un pays de référence) de ces pays se sont considérablement élargis avec l'Allemagne. Outre le spread grec touché par la problématique particulière de la participation du secteur privé au plan de redressement, celui du Portugal a augmenté de 9 points de pourcentage sur l'échéance à 10 ans, celui de l'Irlande après un pic de 6 % est revenu à son niveau de début d'année, celui de l'Espagne a augmenté de 1 % et celui de l'Italie de 2 % sur l'année.

4. Long-term refinancing operation – opération de refinancement à long terme.

> Spreads souverains vs 10 ans allemand



L'écart entre les taux français et ceux de l'Allemagne a augmenté d'environ 100 points de base. Toutefois, l'impact négatif de la hausse du spread français a été compensé par la baisse générale des taux de rendement de référence. Ainsi, fin décembre, le taux à 10 ans s'établissait à 3,15 %, contre 3,35 % en début d'année, ce qui explique la bonne performance de 5,3 % du segment OAT détenu par le FRR. Les obligations indexées sur l'inflation, essentiellement françaises, ont été pénalisées quant à elles par une hausse d'environ 0,20 % du taux réel et n'ont affiché qu'une performance de 3,4 %.

Enfin, la composante crédit euro, bien que composée pour une grande partie d'obligations émises par des banques et des institutions financières européennes, a réussi à préserver une performance légèrement positive, grâce notamment à sa duration relativement courte comparée à celle des autres indices obligataires dans lesquels le FRR est investi.

La diversification des classes d'actifs a fonctionné en dépit du caractère systémique des risques subis en 2011.

La dette émergente, tout comme les autres actifs obligataires, s'est très bien comportée avec une performance de 3,4 %. Les matières premières ont enregistré une performance tout juste positive à + 1,1 %, la faiblesse de la demande ayant contrebalancé l'effet résultant des tensions géopolitiques. Le secteur de l'immobilier coté a plus souffert du fait de la composante action qui lui est attachée et affiche une baisse de - 6,6 %.

Grâce à leur faible exposition aux dettes des pays européens les plus attaqués, les indices obligataires ont enregistré de bonnes performances.

UN NOUVEAU MODÈLE DE GESTION QUI A MONTRÉ SA ROBUSTESSE EN 2011

LA MONTÉE EN CHARGE DU MODÈLE DE GESTION SOUS CONTRAINTE DE PASSIF

À la suite de la réforme des retraites et de la définition du passif du FRR en 2010, la révision de l'allocation stratégique a conduit le Fonds à opter pour un nouveau modèle de gestion dit « sous contrainte de passif ». Ce modèle vise à sécuriser fortement les paiements de passif et à rechercher un rendement complémentaire via une gestion flexible d'une partie du portefeuille[5].

Pour la mise en œuvre de ce modèle, deux mouvements principaux devaient être réalisés en 2011 : d'une part la progression au sein de la poche de couverture vers une structure d'actif permettant une bonne couverture du passif et, d'autre part, au sein de la poche de performance, la constitution d'un portefeuille plus diversifié.

En ce qui concerne la poche de couverture, le FRR s'est assuré en début d'année que la couverture du risque de taux était conforme aux objectifs de l'allocation stratégique qui vise une couverture de l'ordre de 85 % du risque de taux de passif. Ces opérations ont été réalisées via des réallocations entre mandats et des expositions économiques aux différentes classes d'actifs grâce à des futures.

Le poids de la poche d'adossement en OAT a été augmenté au maximum des capacités d'investissement des véhicules à disposition du FRR. En complément, un appel d'offres visant à la sélection de gérants d'adossement a été lancé au cours de l'année 2011 et a abouti à l'attribution du marché en fin d'année.

Deux mouvements ont été réalisés en 2011 : progression au sein de la poche de couverture vers une structure d'actif permettant une bonne couverture du passif et constitution d'un portefeuille plus diversifié.

En ce qui concerne la poche de performance, l'allocation adoptée en décembre 2010 prévoyait une part d'actions plus faible que dans la précédente allocation. Les deux premiers mois de l'année ont ainsi été consacrés dans un contexte favorable de hausse de marché à la convergence vers le poids cible de 28 %, contre 33 % auparavant. Ce sont essentiellement les actions européennes qui ont été concernées car elles étaient nettement surpondérées au regard de la diversification souhaitée.

Des réaménagements ont donc aussi été organisés au sein de la poche de performance : le poids des actions émergentes a été augmenté pour tenir compte d'une part plus importante de l'allocation allouée à cette zone. De même, les investissements en dette émergente, quasi inexistants en début d'année, ont été progressivement portés à 5,5 % de l'actif net du FRR. En outre, l'ensemble des autres actifs diversifiants a fait l'objet de compléments d'investissements : les matières premières ont été renforcées, et

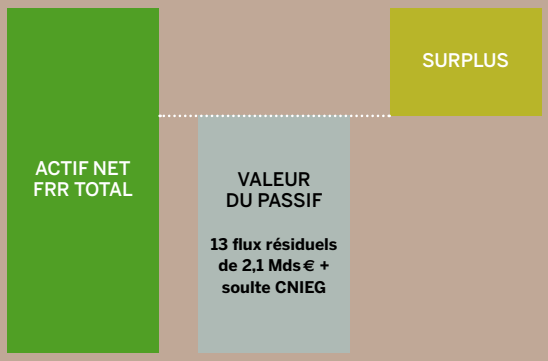
5. Cf. encadré.

La gestion sous contrainte de passif

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

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

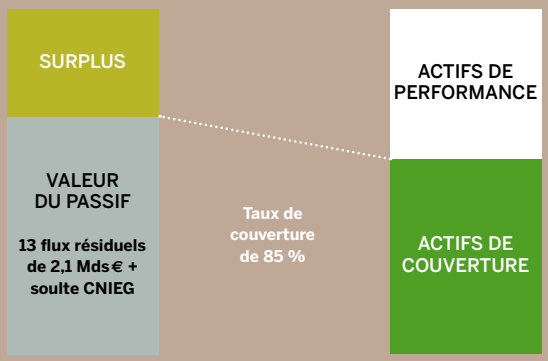
Cette approche de la gestion d'actifs conduit à calculer un surplus défini, à chaque instant, comme étant l'écart entre l'actif net et la valeur présente des engagements.



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

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

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



Grâce à un modèle protecteur, la performance de l'actif net du FRR a été positive en 2011.

les expositions en crédit américain de qualité investissement (dont une partie en attente d'investissement en crédit haut rendement) ont augmenté à hauteur de près de 5 % des actifs du FRR.

Le FRR termine l'année 2011 avec une performance positive de 0,37 %.
La performance totale de l'actif net du FRR est positive au terme d'une année 2011 très difficile sur les marchés financiers grâce à un modèle protecteur associant l'existence d'une poche de couverture importante, un fort niveau de diversification de la poche de performance et une gestion flexible qui a limité l'impact négatif lors des périodes les plus tendues de l'année.

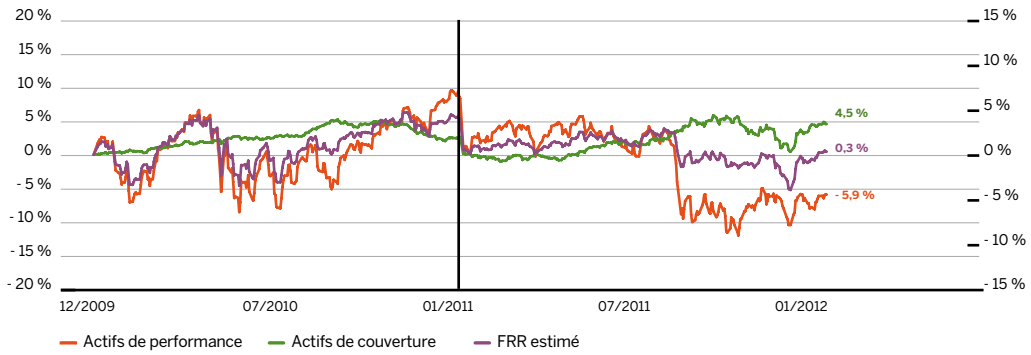
LES PERFORMANCES CONTRASTÉES DES POCHES DE COUVERTURE ET DE PERFORMANCE

Les performances des deux poches de couverture et de performance ont évolué en sens contraire.

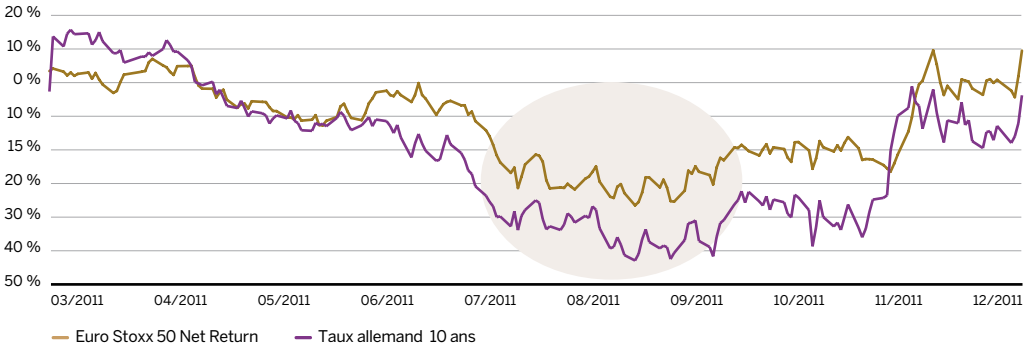
La performance de la poche de couverture s'est établie à 4,5 % et celle de la poche de performance à - 5,9 %. Composée de 75 % d'emprunts d'États notés au moins AA, la poche de couverture a vu les indices la composant bénéficier du contexte d'aversion au risque qui a conduit les investisseurs à se tourner massivement vers ces placements de qualité durant la majeure partie de l'année.

La recherche de « sécurité », c'est-à-dire le report des investisseurs vers les titres d'État, a, en effet, fait monter leur valeur et réduit leur rendement. Le graphique suivant illustre la relation entre la variation des taux allemands sur trois mois (en % du niveau de taux initial) et celle des marchés actions euro (sur trois mois

> Performance annuelle des deux classes d'actifs au 31/12/2011



> Variation des taux allemands et des marchés actions euros du 01/03 au 31/12/2011



en %) : entre le 30 juin et le 30 septembre 2011, les marchés ont baissé de 30 % et les taux du Bund 10 ans de 40 % (en passant de 3 % à 1,80 %), le titre obligataire allemand s'appréciant ainsi de l'ordre de 10 %.

La poche de performance a bénéficié des effets de la diversification.

La performance de la poche de performance (- 5,9 %) traduit un bon niveau de diversification. En effet, alors que les marchés actions ont enregistré des baisses de l'ordre de 15 % sur la zone euro et les pays émergents, la poche de performance a bénéficié de sa diversification géographique et entre classes d'actifs.

En premier lieu, les actions américaines, présentes pour près de 16 % de la poche de performance, sont restées quasi stables en 2011. Ensuite, elle a profité de la bonne tenue des actifs diversifiants qui la composent pour environ 30 % : en particulier les matières premières ont connu une hausse de 1,1 %, la dette émergente de 3,4 % et le crédit US de 8 %.

En termes de contributions à la performance, les actions ont eu un impact négatif de presque - 2 % alors que les actifs diversifiants ont enregistré une contribution légèrement positive (+ 0,10 %). La poche de couverture a contribué à hauteur de 2,4 % à la performance finale de l'actif net de + 0,37 %.

31/12/2011 en %	Contribution de la classe d'actifs à la performance nette du FRR	Contribution par classe d'actifs couverte du risque de change
ACTIFS DE PERFORMANCE	**- 1,32**	**- 1,87**
Dont actions	**- 1,69**	**- 1,97**
Actions zone euro	- 0,91	- 0,91
Actions Europe hors euro	- 0,02	- 0,07
Actions Amérique du Nord	0,43	0,25
Actions Asie bassin pacifique	- 0,41	- 0,46
Actions des pays émergents	- 0,78	- 0,78
Dont autres actifs de performance	**0,36**	**0,10**
Matières premières	- 0,26	- 0,26
Immobilier	- 0,18	- 0,22
Obligations High Yield	0,18	0,15
Obligations US Corporate	0,31	0,26
Obligations des pays émergents	0,24	0,13
Cash	0,08	0,04
ACTIFS DE COUVERTURE	**2,87**	**2,43**
Dont couverture hors trésorerie	**2,76**	**2,38**
Obligations Euro (lot 10)	0,45	0,45
Obligation d'État monde	0,90	0,62
Obligations Euro Corporate	0,01	0,01
Obligations US Corporate	0,66	0,55
Adossement passif (OAT)	0,49	0,49
Inflation France (ILB)	0,24	0,24
Dont trésorerie	**0,11**	**0,06**
COUVERTURE DE CHANGE	**- 0,99**	**–**
FRAIS ADMINISTRATIFS ET FINANCIERS	**- 0,18**	**- 0,18**
TOTAL	**0,37**	**0,37**

La gestion flexible de la poche de performance a permis de limiter le risque dans les périodes de stress sans altérer la performance.

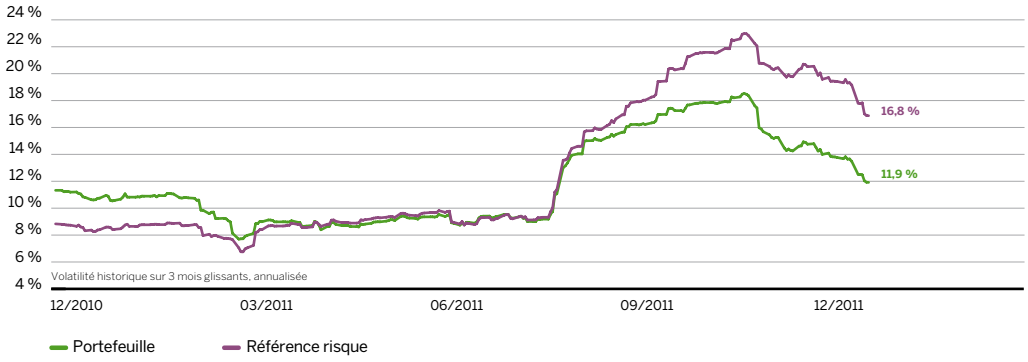
Le but de la gestion flexible est, d'une part, de gérer le risque de court terme, en particulier dans les phases de stress paroxystique, et, d'autre part, d'apporter si possible un surcroît de performance.

Au regard de la gestion des risques, le graphique suivant illustre la moindre volatilité du portefeuille mis en œuvre par rapport à l'allocation stratégique, due à la sous-pondération en actifs risqués à partir de l'été 2011.

Après avoir convergé, en vendant des actions, vers le niveau de risque cible de la nouvelle allocation stratégique, le FRR s'est une première fois désensibilisé au-delà de ce niveau en réduisant en mars la part des actions de 28 % à 17 % pour s'immuniser partiellement de la volatilité consécutive aux événements japonais. L'exposition est retournée à la neutralité peu de temps après lorsque la situation s'est normalisée.

Au cours de l'été, le FFR a de nouveau cherché à réduire le niveau total de risque supporté sur la poche de performance en abaissant le poids des actions, des matières premières et de l'immobilier coté en contrepartie d'achats de crédit et d'augmentation de la position cash.

> Volatilité des actifs de performance
du 10/12/2010 au 31/12/2011



La performance de la gestion active déléguée a été négative en 2011.

La principale source de destruction de valeur relative est imputable aux mandats obligataires. Ceux-ci ont pâti d'une surexposition aux financières pour la majorité d'entre eux et, pour certains, d'une surexposition aux dettes souveraines de pays fragilisés de la zone euro. La performance relative des obligations s'est établie à - 23 points de base (net de commissions). La performance relative légèrement positive des actions (+ 3 points de base) n'a pas permis de compenser celle des obligations. Au total, la performance relative est donc négative de 19 points de base.

La gestion flexible de la poche de performance a permis de limiter le risque dans les périodes de stress sans altérer la performance.

Effet de sélection	Année 2011
Net des commissions fixes et variables	**Points de base**
Actions Amérique du Nord	- 2
Actions du bassin pacifique	- 2
Actions européennes	10
Actions zone euro	- 3
Matières premières	1
Obligations	- 23
TOTAL	**- 19**

UNE SITUATION PATRIMONIALE SAINE ET UN PAIEMENT DU PASSIF TRÈS SÉCURISÉ

Le ratio de financement s'établit à 136,5 % en fin d'exercice.

Le scénario de stress retenu par le FRR est calibré sur les pires cas historiques constatés sur les marchés financiers.

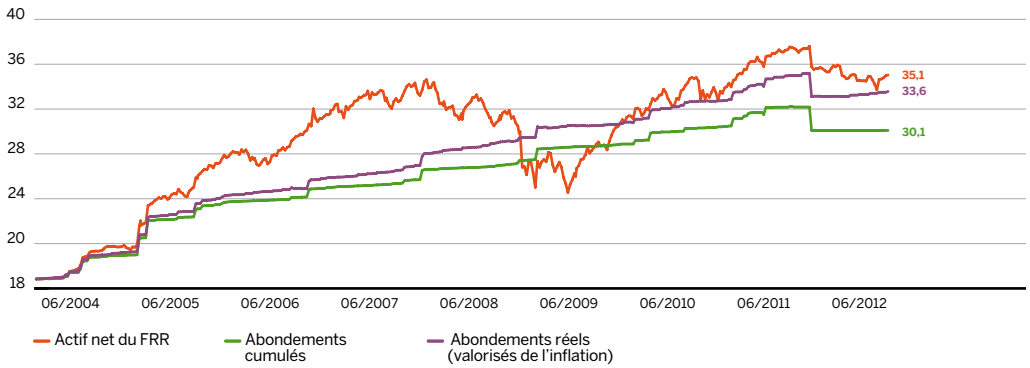
Le ratio de financement est calculé comme le rapport entre la valeur de marché de l'actif et la valeur actualisée du passif[6]. Il traduit la capacité du FRR à payer ce passif. Il signifie que l'actif net pourrait permettre de payer 1,36 fois le passif.

L'approche des scénarios de stress

Les réglementations bancaires et assurantielles ont entraîné le développement de modèles permettant de mesurer l'évolution des risques dans le cas de scénarios très défavorables (appelés scénarios de stress) portant sur leurs activités (Bâle II, Solvency II). Dans le cadre de sa gestion actif-passif, le FRR s'est également inspiré d'une telle approche pour mesurer au mieux ses risques. À cette fin, l'évolution du surplus du FRR (voir encadré « La gestion sous contrainte de passif » p. 11) en cas de survenance de scénarios de stress a été mesurée.

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

> Évolution de l'actif net du FRR (en Mds €) au 31/12/2011



Ce ratio de financement permet de faire face à des scénarios de stress très violents.

Le scénario de stress retenu par le FRR et calibré sur les pires cas historiques constatés sur les marchés financiers consiste à supposer qu'à tout moment le FRR peut subir une perte équivalente à 66 % de la poche de performance. Après application de ce scénario, le ratio de financement après stress serait de 102 %, signifiant que le paiement du passif ne serait pas remis en cause.

6. Sur la base des cours d'obligations d'État français.

LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DU FRR

La structure générale du portefeuille

Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de gestionnaires externes, à l'exception de la gestion d'une trésorerie de fonctionnement. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion attribués par appels d'offres ou de fonds collectifs faisant l'objet d'une procédure de sélection. La sélection des prestataires fait dans tous les cas l'objet d'une analyse et d'un avis du Comité de sélection des gérants. Un mandat

externe particulier dit « transversal » (ou *overlay*) permet, via des investissements en majorité en produits dérivés, d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres.

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

Plusieurs classes d'actifs (dettes émergentes, actions émergentes, gestion monétaire) ont également fait l'objet d'investissements via des véhicules de gestion collective, principalement gérés selon une approche active.

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

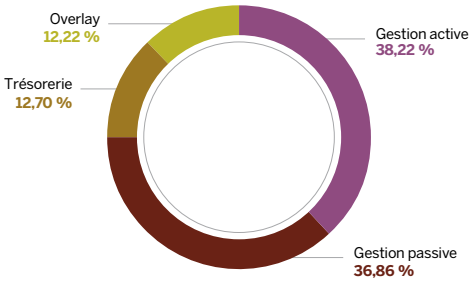
La répartition des poches et des grandes classes d'actifs

En fin d'année 2011, la part des actifs de couverture s'élève à 62,3 % et celle des actifs de performance à 37,7 %.
La part des actifs de couverture qui s'élevait à 61,3 % fin 2010 a donc légèrement augmenté sous l'influence de la performance relative des deux poches en 2011.

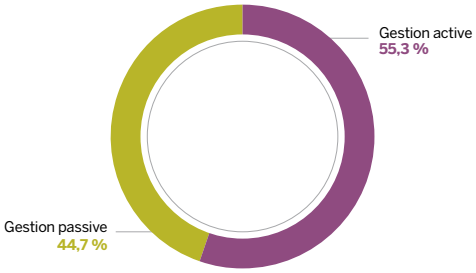
En termes de répartition par grandes classes d'actifs, on notera une baisse de l'exposition aux actions associée à la mise en œuvre du nouveau modèle du FRR. En effet, la forte couverture des obligations de passif a entraîné une augmentation des actifs de couverture et corrélativement une diminution de la part des actifs risqués et parmi eux des actions.

Selon la même logique, la part des obligations gouvernementales est en forte hausse, reflétant la gestion d'adossement mise en place courant 2011.

> Répartition des types de gestion[7]
Répartition gestion active/gestion passive du FRR



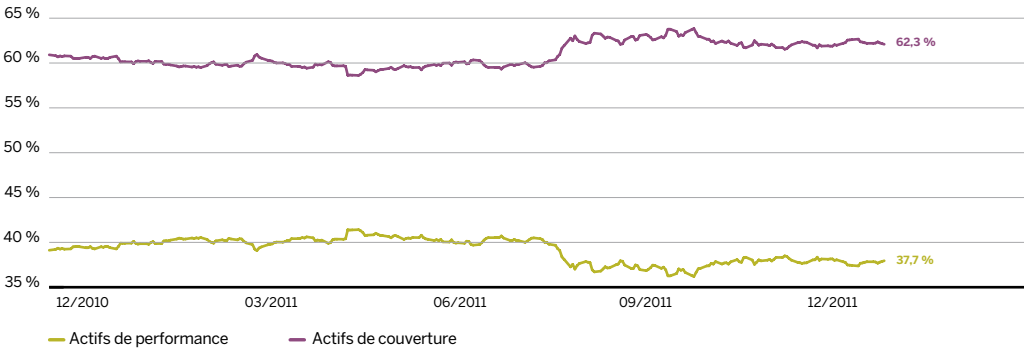
> Répartition des types de gestion sur l'assiette des actifs investis en actions hors *overlay*[8]
Répartition gestion active/gestion passive de la poche action



7. Correspondant au 31/12/2011 à 4,3 milliards d'euros pour la gestion overlay, 4,5 milliards d'euros pour la trésorerie, 13 milliards d'euros pour la gestion passive et 13,4 milliards pour la gestion active.

8. Correspondant au 31/12/2011 à 3 milliards d'euros pour la gestion passive et 3,7 milliards pour la gestion active.

> Déformation des poids des deux classes d'actifs au 31/12/2011



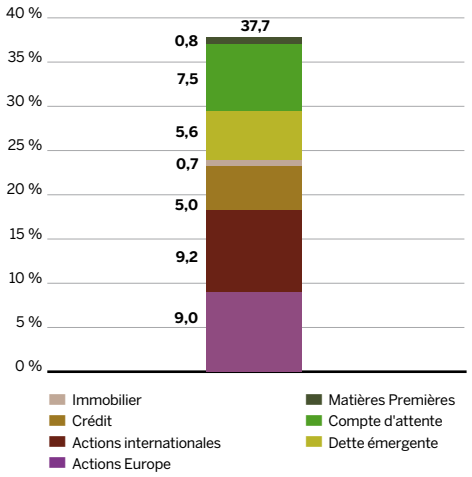
La structure des poches de couverture et de performance

Au 31 décembre 2011, le portefeuille du FRR se répartissait de la façon suivante :

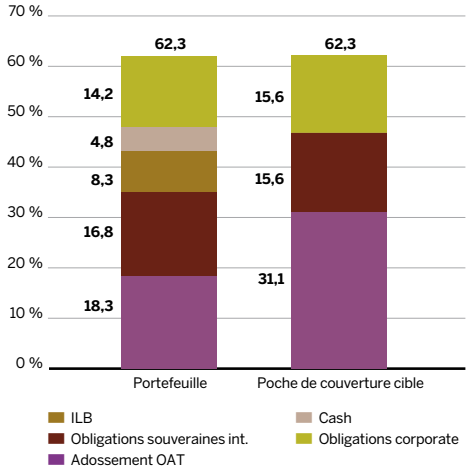
- la poche dite de performance, regroupant actions, capital investissement et actifs dits diversifiants (matières premières, immobilier coté et dette émergente), représentait 13,4 milliards d'euros ;
- la poche de couverture, regroupant les produits de taux et la trésorerie du FRR, représentait 21,9 milliards d'euros.

Ces deux poches étaient composées des actifs suivants :

> Actifs de performance au 31/12/2011



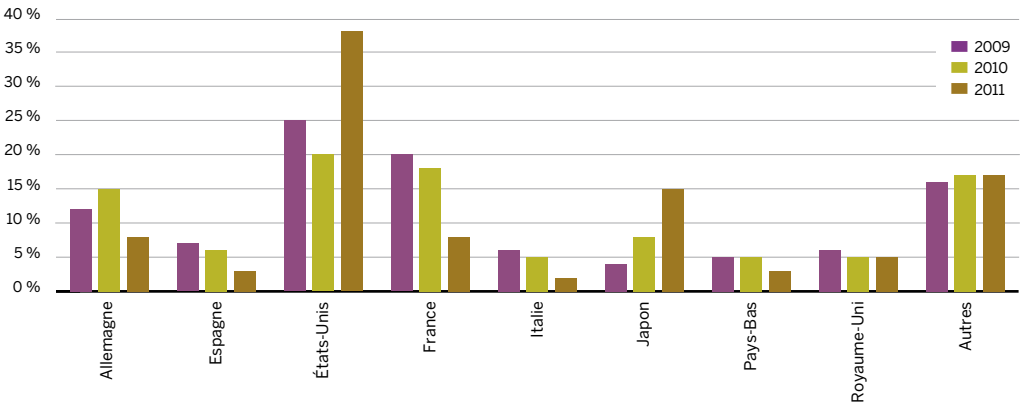
> Actifs de couverture au 31/12/2011



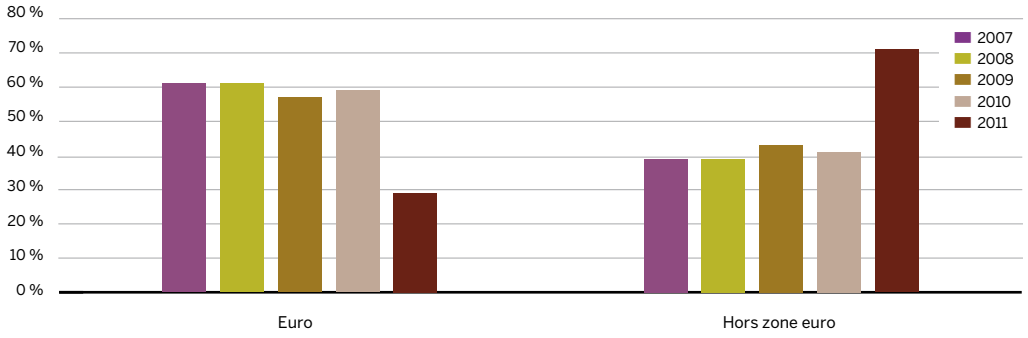
Les actifs de performance

Au 31 décembre 2011, la valeur boursière du portefeuille actions s'élevait à 6,5 milliards d'euros.

> Évolution de la répartition géographique des mandats actions



> Évolution de la répartition géographique des mandats actions

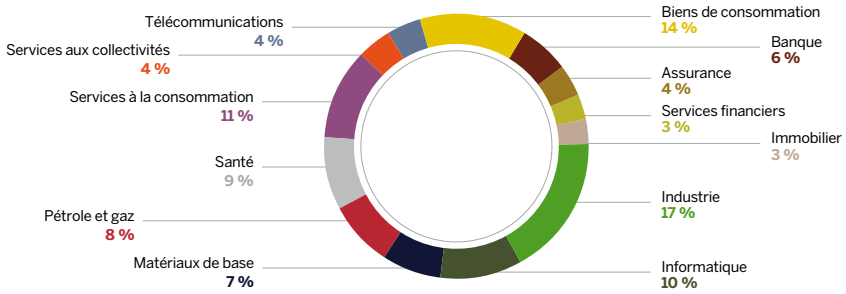


En termes géographiques, la répartition du portefeuille et son évolution au cours des quatre dernières années illustrent la diminution du poids relatif de la zone euro en 2011. Cette évolution traduit la nouvelle cible de diversification de l'allocation stratégique, visant une répartition par tiers sur les trois grandes zones[9] sur le périmètre de la poche de performance, hors actifs réels (matières premières et immobilier). Par ailleurs, cette cible n'est pas toujours exactement respectée en raison du caractère dynamique de la gestion de la poche de performance. Ainsi, en fin d'année 2011, les actions de la zone euro représentent, conformément à la cible de l'allocation stratégique, environ le tiers du portefeuille total alors que les titres des entreprises des pays développés hors zone euro sont largement surreprésentés au détriment des actions des pays émergents (14 %).

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

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

> Répartition sectorielle des mandats actions au 31/12/2011



9. *Zone euro, pays développés non euro et pays émergents.*

Les actifs de couverture

Cette poche représente, au 31 décembre 2011, environ 62 % de l'actif net du FRR. Elle est composée majoritairement (50 % de la poche en cible) de mandats de gestion mettant en œuvre une gestion adossée de type *buy&hold*[10] afin d'honorer une part substantielle des flux de paiement à la CADES sur la période 2011-2024 sans s'exposer aux conséquences négatives d'une augmentation des taux d'intérêt.

En cible, la structure de cette poche sera constituée pour moitié de titres « adossés », c'est-à-dire répliquant les caractéristiques de taux et de liquidité du passif via des titres d'État français, pour 25 % de titres d'États internationaux et pour 25 % de titres de crédit internationaux.

La structure actuelle du portefeuille, n'ayant pas atteint cette cible, est constituée de mandats répliquant un indice d'obligations indexées sur l'inflation et un indice d'obligations internationales pondérées par le PIB des pays d'un univers monde développé. Le portefeuille comporte enfin des mandats de gestion mettant en œuvre une gestion active sur un univers d'obligations d'entreprises de la zone euro et des États-Unis.

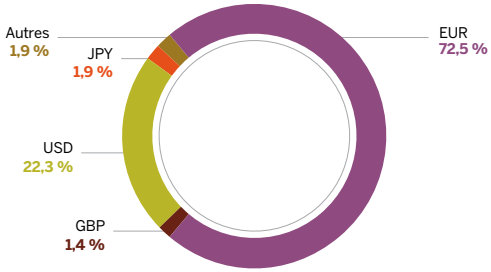
Ce portefeuille, composé majoritairement d'obligations en euros, présente une ventilation par devise très proche de celle de l'indice de référence des différents mandats de produits de taux (voir diagrammes ci-contre).

La part des obligations indexées sur l'inflation s'élève à 15 % du portefeuille obligataire, le solde étant quasiment intégralement investi en obligations nominales à taux fixe. La part des obligations à taux variable (incluses dans l'univers d'investissement des gestionnaires mais non représentées dans leur indice de référence) demeure marginale à 0,3 %.

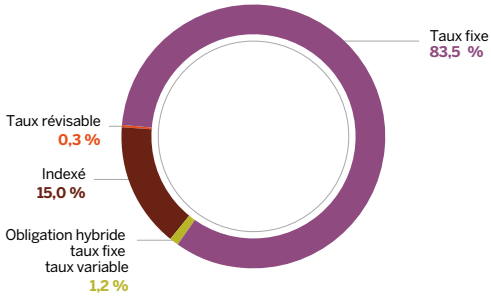
Le portefeuille obligataire comprend une proportion importante (près de 16 %) d'obligations de maturité supérieure à quinze ans en cohérence avec la duration élevée du passif du FRR.

En effet, les indices d'obligations souveraines internationales et d'obligations d'entreprises américaines affichent une sensibilité aux taux d'intérêt supérieure à celle du passif du FRR. En revanche, la sensibilité de l'indice des obligations des entreprises de la zone euro y est inférieure.

> Répartition des mandats taux par devise au 31/12/2011

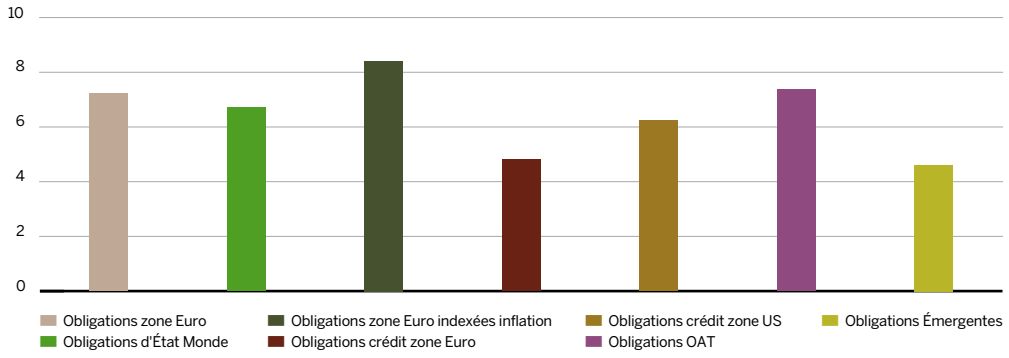


> Répartition des mandats entre taux fixe, taux indexé et taux variable au 31/12/2011

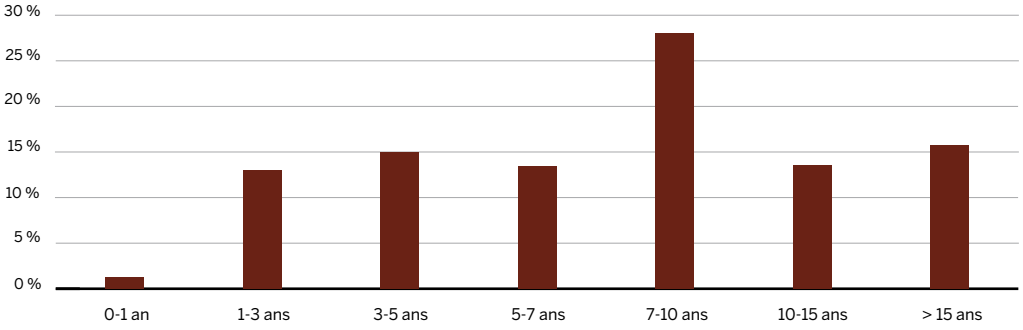


10. Gestion obligataire dans laquelle les titres en portefeuille sont conservés dans la majorité des cas jusqu'à l'échéance

> Sensibilité des lots obligataires au 31/12/2011



> Structure des mandats taux par tranche de maturité au 31/12/2011



Investissements en fonds de dettes haut rendement

Dans le cadre de l'allocation stratégique retenue par le FRR le 13 décembre 2010, la classe d'actifs « dette haut rendement » (ou High Yield) peut représenter jusqu'à 10 % de la poche de performance.

Au second semestre 2011, le FRR a commencé à sélectionner des fonds collectifs exposés à la dette haut rendement au sein de deux zones principales : États-Unis et Europe.

La dette haut rendement est une classe d'actif sur laquelle le FRR devra diversifier largement ses encours dans un souci de meilleure liquidité : certains titres spéculatifs de l'univers High Yield sont négociés sur des marchés dont les modalités de fonctionnement sont parfois différentes, en termes de transparence et liquidité, des standards admis sur les places boursières européennes. Une partie du marché (dettes privées, émissions de notation basse ou inexistante) peut en effet très vite être gelée comme cela a été le cas pendant la crise financière de 2008 ou durant l'été 2011. Or, une telle situation peut compromettre la réalisation d'éventuelles opérations de rachat ou les rendre plus onéreuses pour les porteurs de parts.

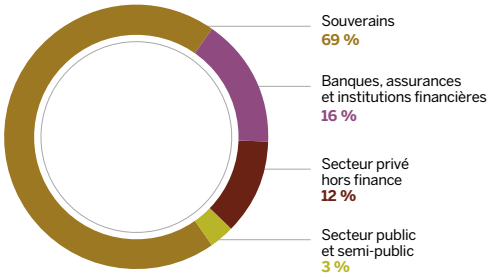
Afin de prendre en compte la spécificité de cette classe d'actifs (risques spécifiques et profondeur de marché encore étroite en Europe notamment, coût de la liquidité, poids important des financières et subordonnées), un cadre de risque spécifique applicable aux supports ciblés a été retenu par le FRR.

Celui-ci vise à concilier une recherche de rendement supérieur et une gestion avisée des risques représentés par les taux de défaut potentiels ou par la liquidité faible sur certains segments. Ce cadre interne s'applique à l'exposition du FRR à la classe d'actifs dans son ensemble et comporte notamment des seuils d'alertes sur l'exposition aux notations inférieurs à BB- ou non notées, un suivi de l'exposition sectorielle et une analyse détaillée des inventaires des véhicules dans lesquels le FRR est susceptible d'investir.

La sensibilité globale du portefeuille de couverture est de 6,45, légèrement supérieure à celle du passif du FRR qui s'élève à 5,90 au 31 décembre 2011.

Enfin, plus des deux tiers du portefeuille de couverture sont constitués de titres d'émetteurs souverains, proportion significativement plus importante que dans les indices de référence des mandats. Ce poids était cependant au 31/12/2011 inférieur au niveau de la cible de l'allocation stratégique qui est de 75 %.

> Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31/12/2011



La pondération des titres d'État se traduit par une très forte proportion d'obligations notées AAA et AA dans le portefeuille (72 %). Les mandats de gestion active sur les obligations d'entreprises zone euro et US concentrent les émissions A et BBB pour 28 % (l'univers de ces mandats est restreint à la catégorie Investment Grade).

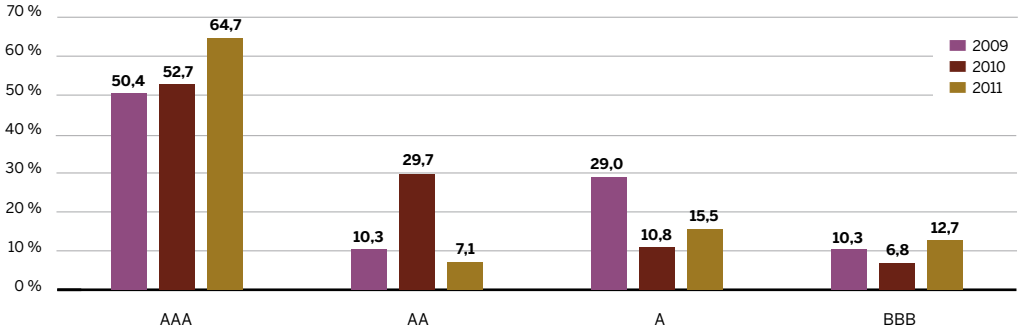
Investissements en actions développées exposées à la croissance des pays émergents

Le Conseil de surveillance du FRR a retenu dans l'allocation stratégique proposée fin 2010 une exposition de l'ordre de 15 % de la poche de performance aux actions des pays émergents, une partie de cette exposition devant provenir d'investissements dans des sociétés de pays développés exposées à la croissance des pays émergents.

Le FRR a ainsi lancé un appel d'offres le 23 novembre 2011 visant à sélectionner des mandats de gestion active sur la classe d'actif actions qui devront générer l'exposition à la croissance des économies émergentes via des investissements dans des titres d'entreprises tirant profit du développement des pays émergents.

La procédure s'étalera jusqu'à la fin du premier semestre 2012 et portera sur deux zones distinctes : l'Europe et les pays développés au niveau monde. L'objectif assigné à ces gestions est de battre un indice de référence correspondant aux univers définis sur un cycle complet de marché tout en construisant une exposition significative à la croissance des économies émergentes.

> Tableau sur l'assiette des mandats de gestions externes obligataires
Évolution des produits de taux par notation de l'émission



LE FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE

UNE AMBITION MAINTENUE DANS LE NOUVEAU CADRE DE GESTION

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

L'INTÉGRATION DES FACTEURS EXTRA-FINANCIERS

La prise en compte de facteurs ESG (environnementaux, sociaux ou de gouvernance) dans la politique d'investissement s'est poursuivie au cours de l'année 2011. Ainsi, à la faveur du renouvellement des mandats, les dispositions extra-financières (recherche et analyse, incitation à l'intégration, *reporting* extra-financier, assistance au dialogue avec les entreprises) sont centrales. Un projet sera développé sur 2012 visant à mesurer de façon concrète et suivie dans le

Renouvellement des mandats actions mettant en œuvre une approche ESG

Sur la base des enseignements tirés des cinq dernières années de gestion sur sa poche actions ISR, le FRR a souhaité poursuivre le développement de la gestion responsable en lançant en décembre 2011 un nouvel appel d'offres dans ce domaine afin de satisfaire un double objectif :

- diversifier les processus de gestion et les univers d'investissement en prévoyant deux lots distincts pour cette procédure : un lot « mandats de fonds collectifs thématiques » et un lot « mandats de petites et moyennes valeurs à croissance durable » ;
- mesurer et suivre de façon plus précise le caractère durable des mandats de gestion investis en titres vifs, au travers de la définition ex ante d'indicateurs ESG, et suivis dans la durée.

Concernant les mandats de fonds collectifs qui constitueront une nouveauté pour le FRR, l'approche permettra une exposition explicite à des thématiques de développement durable : eau, écotechnologies, traitement et gestion des déchets, énergies renouvelables, changement climatique et développement durable.

Le choix de la multigestion pour une approche par thème est motivé par la nécessité de pouvoir modifier l'allocation entre ces différents thèmes et par la volonté de disposer d'un univers d'investissement mondial plutôt que local (approche délibérément transversale).

Le choix de lancer une procédure de sélection visant à constituer des mandats de petites et moyennes valeurs à croissance durable est motivé par le constat suivant : les grandes multinationales ont désormais pour la plupart mis en place des politiques de développement durable. En excluant délibérément les plus grosses entreprises européennes, ces mandats doivent constituer un outil d'incitation des sociétés de taille plus modeste à intégrer progressivement la dimension ESG dans la conduite de leur développement.

L'objectif principal assigné aux gestionnaires sera de générer une performance en ligne ou supérieure à celle des marchés actions européens par la sélection de sociétés de taille moyenne ayant mis en œuvre une démarche ESG ou ayant pour projet de le faire. Aucun indice de référence ne sera opposé aux gestionnaires afin d'éviter la solution de facilité consistant à répliquer les constituants de cet indice de manière mécanique. En revanche, le FRR mesurera ex post la performance du mandat par rapport à plusieurs indicateurs de performance des marchés actions européens.

Des indicateurs explicites de mesure de l'apport des sociétés détenues en portefeuille à un mode de développement économique durable seront définis dans le mandat de gestion sur chacun des trois thèmes ESG. Les candidats devront s'engager à mesurer ces indicateurs sur chacune des sociétés détenues en portefeuille. Le FRR n'imposera pas de niveaux minimums sur chacun de ces indicateurs mais a pour ambition d'inciter à des progrès réguliers.

temps les actions entreprises par les gestionnaires du FRR dans ce domaine.

L'année 2011 a également été marquée par l'arrivée à leur terme prévu des mandats mettant en œuvre une approche « investissement socialement responsable » lancés en 2006.

Plusieurs enseignements ont été tirés de ces mandats pour définir les contours d'un nouvel appel d'offres en fin d'année 2011. Ces enseignements sont les suivants : la performance relative de ces mandats a été globalement positive, montrant que la recherche de performance extra-financière était compatible avec la performance financière ; la qualité extra-financière des portefeuilles gérés demeure toutefois encore difficile à mesurer avec précision. Les résultats des mesures de cette qualité sont en effet très dépendants du référentiel choisi, par exemple les notes données par les différentes agences de notations extra-financières, notes qui peuvent différer sur un thème donné. Enfin, les plus grandes entreprises recueillent des notations assez proches.

La performance des mandats ISR a été positive, montrant que la recherche de performance extra-financière est compatible avec la performance financière.

Enfin, le développement du recours à des véhicules collectifs a incité les équipes à définir, en prenant en compte les spécificités de chaque classe d'actif et les contraintes spécifiques représentées par ce type de support, un cadre de gestion comportant des critères d'investissement responsable pour chaque poche d'investissement concernée.

Ce cadre vise à évaluer les risques pris par le FRR par rapport à sa stratégie globale en matière d'investissement responsable en sélectionnant tel gérant et tel fonds. Il est basé sur un nombre restreint de critères d'analyse qui ne sont pas éliminatoires en eux-mêmes. Ils contribuent à l'élaboration d'un avis global portant sur l'appréciation générale et le risque encouru par le FRR afin de déterminer s'il est acceptable ou non compte tenu des caractéristiques propres à chaque classe d'actif et des valeurs défendues par le FRR.

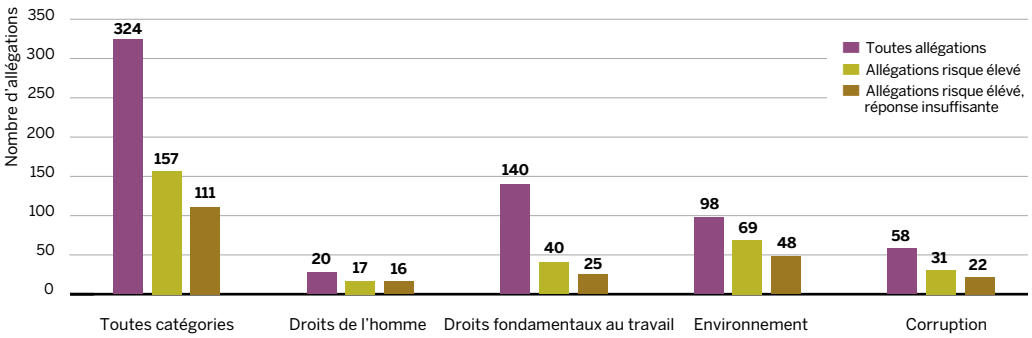
LA PRÉVENTION DES RISQUES DE RÉPUTATION

L'analyse qu'effectue le prestataire de recherche extra-financière EIRIS (Experts in Responsible Investment Solutions) pour le FRR porte sur l'ensemble des émetteurs privés en portefeuille, quel que soit leur lieu d'implantation (marchés développés ou émergents).

Sur la base du portefeuille à fin 2011, il apparaît qu'environ 4,6 % des entreprises analysées (soit 227 entreprises sur les 4 986 environ qu'EIRIS analyse dans le portefeuille) seraient concernées par une ou des allégations – sans distinction de leur importance. En ce qui concerne les allégations qualifiées de graves et par rapport auxquelles l'entreprise n'a pas pris de mesures ou seulement des mesures limitées, 40 entreprises sont concernées (soit 0,9 %).

Sur les 324 allégations identifiées (une même entreprise pouvant faire l'objet de plusieurs allégations), près de la moitié concernent le non-respect des principes fondamentaux du droit du travail (140), avec 40 allégations classées comme représentant un risque élevé. À l'inverse, les atteintes à l'environnement (98) ou la corruption (58) sont moins nom-

> Répartition des allégations par catégorie et niveau de risques
(détentions directes + indirectes)



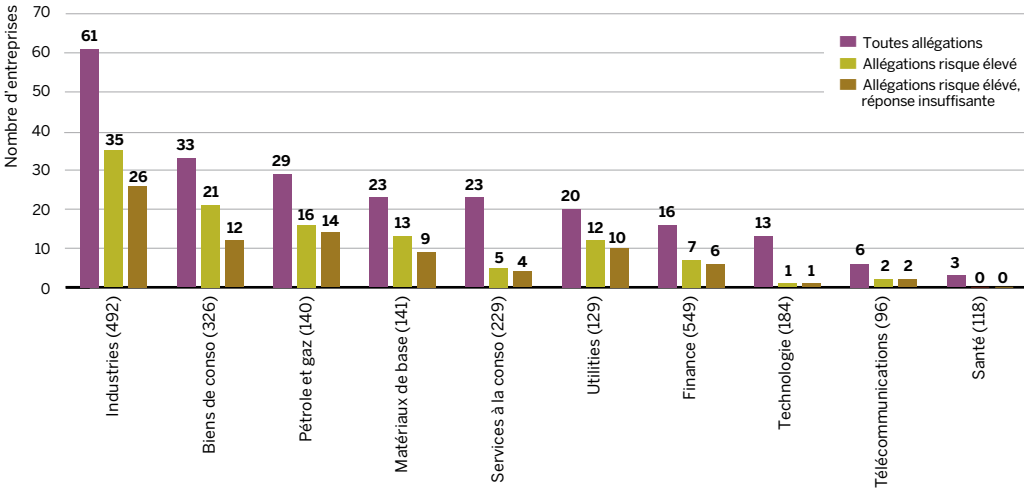
breuses, mais présentent généralement un risque élevé. Dans le cas des violations des droits de l'homme (28 allégations au total), les allégations qui représentent un risque élevé (17 sur 28) ne sont pas résolues de manière satisfaisante (16 sur 17).

Les secteurs d'activité les plus touchés sont l'industrie (61 entreprises), les biens de consommation (33) et le pétrole et gaz (29).

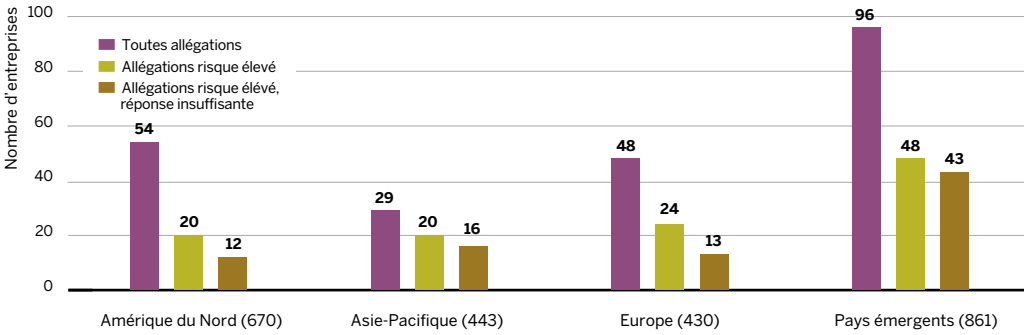
Enfin, les marchés émergents comprennent le plus grand nombre d'entreprises qui font l'objet d'allégations (96 entreprises), suivis par l'Amérique du Nord (54) et l'Europe (48).

Le FRR soutient des initiatives en faveur d'une plus grande transparence des entreprises dans le domaine extra-financier.

> Répartition des secteurs par allégations, en nombre d'entreprises
(détentions directes + indirectes)



> Répartition des allégations par région, en nombre d'entreprises
(détentions directes + indirectes)



Sur la base de ces résultats, la liste d'entreprises avec lesquelles le FRR devrait engager un dialogue en 2012 sera arrêtée. Il convient de noter qu'à la fin 2011, la liste des entreprises exclues (pour leur possible implication dans la fabrication de mines antipersonnel ou de bombes à sous-munitions) a été élargie avec l'entrée de Northrop Grumman Corp.

Liste des entreprises exclues du portefeuille du FRR en raison de leur possible implication dans la fabrication de mines antipersonnel ou de bombes à sous-munitions au 31 décembre 2011

Entreprise	Pays
Alliant Techsystems ATK	États-Unis
General Dynamics	États-Unis
Goodrich	États-Unis
Lockheed Martin	États-Unis
L3 Communications	États-Unis
Raytheon	États-Unis
Singapore Technologies Engineering	Singapour
Northrop Grumman Corp	États-Unis
Textron	États-Unis

À ce jour, outre sa participation active depuis son lancement aux principes pour l'investissement responsable, le FRR soutient également le Carbon Disclosure Project, le Water Disclosure Project, mais aussi l'EITI (Initiative en faveur de la transparence dans les industries extractives) – des initiatives en faveur d'une plus grande transparence des entreprises dans le domaine extra-financier.

L'EXERCICE ACTIF DES DROITS DE VOTE

Comme chaque année depuis 2005, le FRR a voté sur l'ensemble de son portefeuille actions, en participant en 2011 à plus de 90 % des assemblées générales prévues. Le taux de contestation des résolutions par le FRR reste élevé avec 12,8 % de vote « contre », pour un taux d'approbation de 87 % et 0,2 % d'abstentions. Ces taux peuvent être comparés aux taux moyens observés aux assemblées générales du CAC 40, avec un taux de contestation de 5,9 % et un taux d'approbation de 94,1 %.

L'attention du FRR a porté principalement sur les thèmes suivants :

- la nomination d'administrateurs féminins dans les conseils, plus particulièrement en France avec la mise en œuvre de la loi du 27 février 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration. Le FRR avait d'ailleurs introduit cette recommandation dans ses « Lignes directrices » en 2010 ;
- les opérations portant sur le capital (augmentation de capital par émission d'actions sans droit préférentiel de souscription, augmentation de capital dans le cadre d'une option de surallocation, etc.) ;
- les résolutions concernant les rémunérations : analyse des résolutions portant sur les rapports sur les rémunérations, soutien des résolutions externes sur le *say on pay* notamment en Suisse, examen des conventions réglementées en France, notamment sur les rémunérations différées (indemnités de départ et plans de retraite surcomplémentaire) et attributions gratuites d'actions et attributions de stock-options. En matière de rémunération, le FRR a voté contre les résolutions ne présentant pas de critères objectifs et qualitatifs d'attribution ou étant contraire aux principes énoncés dans ses « Lignes directrices ».

Le FRR suit avec attention les travaux de place en matière de gouvernance, notamment en France le rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales ainsi que le Livre vert de la Commission européenne sur la gouvernance, et la mise en œuvre du *say on pay* aux États-Unis.

LE SOUTIEN À LA RECHERCHE

Le FRR a renouvelé son soutien à la chaire Finance durable et investissement responsable développée par la Place de Paris, qui réunit depuis 2008 des chercheurs (École polytechnique, Institut d'économie industrielle de l'université de Toulouse) et des professionnels (investisseurs, gérants). Les travaux de recherche menés dans ce cadre en 2011 ont porté notamment sur l'impact de l'investissement responsable sur les politiques de responsabilité sociale des entreprises et sur leur valorisation financière ou encore sur la définition d'indicateurs ESG pertinents et l'évolution de la nature de la demande de pratiques mettant en œuvre une approche ESG de la part des investisseurs institutionnels.

En matière de rémunération, le FRR a voté contre les résolutions ne présentant pas de critères objectifs et qualitatifs d'attribution.

GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES

L'année 2011 a permis d'achever la mise en production du nouvel outil de mesure des risques financiers (RiskMetrics de MSCI), la mise en place des indicateurs de risques adaptés à la nouvelle allocation d'actifs stratégique déployée en 2011.

Compte tenu de la fixation du nouveau passif du FRR, le Fonds a également revu la cartographie de ses risques.

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

- analyser et gérer l'ensemble des risques (risques financiers, humains, du système d'information, stratégiques…) afin d'éviter les effets de « silo » ainsi que tous les impacts potentiels de ces risques (impacts financiers et non financiers comme la réputation, le savoir-faire…). Le périmètre d'analyse est le FRR et ses parties prenantes, son conservateur-teneur de comptes (la Caisse des dépôts), les gérants externes, les fournisseurs d'indices et les autres prestataires. Cette approche permet d'agréger l'ensemble des risques majeurs et d'assurer la cohérence d'ensemble de l'analyse des risques et des plans d'actions du FRR ;
- alerter le Directoire de la survenance potentielle de risques majeurs et des risques jugés inacceptables ;
- proposer et coordonner la mise en place des plans d'actions pour réduire, changer le profil de ces risques ;
- aider à diffuser les meilleures pratiques et la culture de gestion des risques au sein du FRR ;
- donner au Directoire un avis indépendant concernant les indices de gestion choisis par la direction financière du FRR pour ses propres gestions ;
- proposer ou valider les limites de risque par grande famille de risque ou domaine d'activité ;
- analyser, avant lancement, les nouveaux produits/processus d'investissement du point de vue des risques financiers et opérationnels. Fixer des limites pour ces nouveaux produits/processus d'investissements.

LES PRINCIPAUX RISQUES DU FRR

Le risque de gestion actif-passif : le principal risque pour le FRR réside dans l'inadéquation de son allocation stratégique avec ses objectifs financiers de long terme. Pour assurer le financement de ses engagements vis-à-vis de la CADES, l'allocation stratégique du Fonds doit permettre des placements suffisamment liquides et sûrs pour ses actifs, tout en recherchant la meilleure performance.

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

- **les risques absolus :** il s'agit des pertes en absolu que peut subir le FRR à court terme. Des estimations de ces niveaux de pertes à brève échéance sont produites régulièrement par les équipes du Fonds ;
- **les risques relatifs :** il s'agit d'une sous-performance d'un gérant par rapport à son indice de référence. Cette perte relative est encadrée par la définition d'un budget de risque *(tracking error)* maximal ex ante à respecter.

Le risque de change : le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. En ce qui concerne le portefeuille de performance, le Fonds a couvert à 90 % ses expositions en devises via des contrats de change à terme renouvelés périodiquement à l'exception de ses positions en devises émergentes pour lesquelles l'appréciation tendancielle des devises constitue un élément de la performance globale de moyen et long terme. S'agissant des actifs de couverture du passif, le taux de couverture du risque représenté par l'exposition en devises est passé à 100 % en 2011.
Cette couverture améliore statistiquement le couple rendement-risque pour les devises des pays développés car elle réduit la volatilité du portefeuille sans qu'il en résulte un impact significatif sur la performance nette.

Le risque de contrepartie : dans un but de couverture, le FRR est amené, via ses gérants, à négocier avec des contreparties bancaires des produits dérivés de gré à gré. Il impose dans le choix de ses contreparties des notations minimales (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) ainsi qu'un niveau de fonds propres minimal. Le FRR exige également la mise en place d'appels de marge pour certains produits dérivés en plus du respect de limites d'exposition maximales par contrepartie. Un dispositif de suivi comprenant des alertes, des indicateurs de risque ainsi que des rapports périodiques sur ces contreparties actives est en place. En outre, le risque de règlement de toutes les opérations de change à terme avec les contrepar-

ties bancaires est fortement réduit car le FRR fait appel aux services de CLS Bank. CLS agit en effet en tant que tiers de confiance et ne procède aux règlements entre deux contreparties qu'après avoir effectué tous les contrôles et compensé les opérations. Le risque de livrer des devises à une entreprise défaillante qui ne peut honorer son règlement est donc fortement réduit.

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

Les risques de conformité : le FRR assure le suivi constant du respect des règles prudentielles auxquelles il est soumis (règles issues du décret d'application de la loi de 2001). Ce dispositif réglementaire est complété par de nombreuses règles internes qui ont renforcé de manière substantielle le dispositif de maîtrise des risques.

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

Le risque d'interruption d'activité : pour sauvegarder au mieux le patrimoine confié par la collectivité nationale au FRR, ce dernier effectue un suivi quotidien de l'évolution des marchés financiers et de leur volatilité afin de pouvoir agir rapidement si cela est nécessaire. Dans l'accomplissement de sa mission, il est donc de première importance que le FRR soit en mesure d'assurer ses principales activités sans interruption en cas d'événements graves (pandémie, crue, incendie…). Des plans de secours et de repli ont été définis et sont régulièrement testés pour faire face à de telles éventualités.

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

Les risques sur les données : les calculs de performance et de risques, et donc les choix d'investissements, sont dépendants de la qualité des données qui alimentent le système d'information du FRR.

LES FAITS MARQUANTS DE L'ANNÉE 2011

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

- finalisation des actions d'amélioration de la qualité des données financières (secteurs économiques, etc.) du portefeuille du FRR qui permettent un calcul de performance et une mesure plus ajustée des risques financiers ;
- définition et adaptation au nouveau process de gestion de l'allocation d'actif du *reporting* de suivi de performance ;
- adaptation du dispositif de limites au contexte de la crise des dettes souveraines ;
- mise en production du nouveau logiciel de mesure des risques financiers à court terme (RiskMetrics) ;
- intégration et gestion des impacts de la nouvelle allocation stratégique dans la mesure et le suivi des risques (suivi des risques inhérents à chacun des portefeuilles de couverture et de performance et de leurs impacts sur le surplus) ;
- développement du *reporting* du comité des risques sur le risque financier, privilégiant une meilleure identification des sources de risque et de leurs évolutions (analyse des facteurs contribuant au risque) ;
- contribution du département des Risques financiers à la mise en œuvre de la nouvelle allocation stratégique du FRR dans le cadre de la réforme des retraites (définition de la politique de risque des nouvelles classes d'actifs et participation à la sélection des gestionnaires et des fonds sur les aspects risques) ;
- réduction en amont des risques financiers et opérationnels par la systématisation de tests avant le lancement de nouveaux actifs ou processus de gestion.
- refonte de processus clés (amélioration de la performance opérationnelle des processus, description précise des rôles et responsabilités et structuration des contrôles sur les risques clés des processus).

La cartographie des risques a été mise à jour, en ligne avec le nouveau modèle de gestion.

La cartographie des risques a été initiée par le FRR dès 2007 et a fait l'objet d'une mise à jour en 2011.
La réalisation de cette cartographie des risques a pour principaux objectifs :
• l'identification des risques opérationnels ;
• la caractérisation et l'évaluation de ces risques afin de pouvoir les hiérarchiser ;
• la définition, validation et déclinaison de plans d'actions visant à améliorer le profil de risque.
La direction des opérations pilote cette démarche (mise en place d'une méthodologie et référentiel d'analyse ; animation de groupes de travail ; suivi des plans d'actions).
La cartographie des risques a fait l'objet d'une présentation et discussion en comité de direction et lors d'une réunion du Directoire et du comité d'audit et des comptes.

ORGANISATION ET COÛTS

ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

L'année 2011 a reflété pour le FRR la poursuite de la décroissance de ses effectifs, en cohérence avec la nécessaire maîtrise des coûts qui caractérise la mise en œuvre du nouveau modèle économique du Fonds.

L'organisation a ainsi été calibrée à 53 emplois (contre 56 en 2010), un certain nombre de fonctions ayant été redéployées. Dans les années à venir, le FRR ajustera progressivement ses ressources au regard des enjeux liés à son nouveau modèle de gestion financière, en s'attachant à rechercher tout à la fois une stricte maîtrise de ses coûts et un niveau exigeant de sécurisation de ses processus.

Le FRR a recherché une stricte maîtrise de ses coûts et un niveau exigeant de sécurisation de ses processus.

Il est à noter que le FRR a enregistré en 2011, année de transition après la réforme des retraites, un taux élevé de rotation de ses effectifs (25 % de turnover). Le lancement de recrutements sur des profils pointus a été nécessaire, soit pour assurer des remplacements, soit pour redéployer certains postes.

Les coûts au FRR

Les charges totales 2011 s'élèvent à 51,8 M€, en baisse de 12,5 % par rapport à 2010.

Le poste de dépenses principal demeure celui constitué par les commissions de gestion financière relatives à la gestion déléguée des actifs. Elles s'élèvent à 30,3 M€ en 2011 (soit 58,5 % du total), contre 32,5 M€ en 2010.

La mise en œuvre de l'allocation stratégique définie fin 2010 par le Conseil de surveillance s'est traduite par la conduite de nombreux appels d'offres financiers. Par ailleurs, 12 mandats de gestion ont été clôturés durant l'exercice, tandis qu'un nombre égal de nouveaux mandats démarrait durant la même période.

Dans un esprit de recherche d'alignement d'intérêts, une part croissante a été progressivement faite aux commissions de gestion indexées sur la performance dans le mode de rémunération des gérants. Compte tenu de cette évolution structurelle, la hausse de l'actif moyen sous gestion (+ 1 Md€ par rapport à 2010 malgré le décaissement de 2,1 Mds€ au profit de la CADES en avril 2011) s'est accompagnée d'une baisse des commissions de gestion fixes, qui ressortent à 24,1 M€. En 2011, la gestion active concentrait 84 % des frais fixes de gestion financière du Fonds (contre 73 % en 2010).

L'évolution des marchés financiers au cours du second semestre 2011 a conduit le FRR à ne verser aucune commission de surperformance, leur niveau ayant atteint 1,6 M€ en 2010. Cette absence de commission de surperformance en 2011 se justifie par le fait que, parmi les mandats concernés, aucun n'a atteint son objectif de surperformance.

En moyenne, le taux de commissions de la gestion sous mandat[11] ressort ainsi pour l'année 2011 à 6,7 points de base, en retrait par rapport au taux de 7,6 pb enregistré en 2010.

Les frais de gestion administrative s'élèvent quant à eux à 21,5 M€, en baisse par rapport à l'exercice précédent (26,7 M€ en 2010). Les frais de personnel régressent de 7 % par rapport à 2010, en raison d'une part de la politique de redéploiement engagée depuis 2010 par le directoire et, d'autre part, de la vacance observée sur un certain nombre de postes sur une partie de l'année.

Les coûts de conservation et d'administration de fonds, prestations servies par la direction des back-offices de la Caisse des dépôts, poursuivent leur baisse par rapport à 2010, sous l'action conjuguée de la baisse des flux (- 22 %), de la diminution des coûts du dépositaire CACEIS et de la part croissante de l'actif détenu sous forme de fonds collectifs.

Les frais variables par nature (commissions de gestion, frais de conservation et d'administration de fonds, soit 40,0 M€) représentent plus de 75 % des coûts, les frais de structure propres au FRR (11,9 M€) ne correspondant qu'à 0,03 % de l'actif géré.

11. Hors gestion overlay.

ORGANIGRAMME*

CONSEIL DE SURVEILLANCE

Président : **Alain Vasselle**
Vice-Présidents : Jean-Louis Beffa, Jean-Christophe Le Duigou

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président : **Olivier Rousseau**
Membres : N. Boullefort-Fulconis, T. Coste, J.-F. Marie, M. Nicolaï

COMMUNICATION

DIRECTOIRE

Président : **Antoine Gosset-Grainville**
Yves Chevalier, Olivier Rousseau
Assistante : Brigitte Dahan

AGENCE COMPTABLE

Patrick Hédé
Thierry Tacinelli, Marie-Christine Huguet

DIRECTION DES OPÉRATIONS

Maria Rucli
Assistantes : Martine Carton, Nathalie Lalande

RISQUES OPÉRATIONNELS

Jean-Gabriel Balme

DÉPARTEMENT GESTION DES RISQUES FINANCIERS ET PERFORMANCE

Pierre Leygue
Abdelouahid Akarkoub, Ronan Meunier, Antoine Peter, *Vénukaini Atchalingam, François Piquard*

DÉPARTEMENT CONSEIL JURIDIQUE

Anne-Marie Jourdan
Florence Maury, Alexandre Van Ooteghem

DÉPARTEMENT MIDDLE-OFFICE

Isabelle Boublil

Relations opérationnelles gérants et prestataires
Christine Hamelin
Franck Temim, Duc Tien Bui Van, Charles-Antoine Poupel, *Walter Villefroy*

Pôle transversal
Bernard Pariset

SYSTÈMES D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS

Sabine Botras
Ronan Hénaff, *Eve Amsellem*

DÉPARTEMENT RESSOURCES HUMAINES ET CONTRÔLE DE GESTION

Jérôme Houdbine
Nicolas Umbach-Bascone, Guillaume Le Flem, *Inès Gervais*

DIRECTION FINANCIÈRE

Salwa Boussoukaya-Nasr
Assistante : Karine Bocquet

DÉPARTEMENT ALLOCATION STRATÉGIQUE

Christophe Roger, Aymeric Dubois

DÉPARTEMENT PILOTAGE DE L'ALLOCATION

Sébastien Doisy, Pauline Mercier, Pierre-Olivier Billard

DÉPARTEMENT GESTION DÉLÉGUÉE

Jean-Philippe Olivier

Sélection des gérants
Hervé Seignol

Investissement responsable

Suivi des mandats
Vincent Cordier, Cristel Kuczko, Caroline Lambert Le Meaux, Jérémy Willems, François Tirmarche, *Théodore Bazu, David de Sousa*

** Mai 2012.*

LES INSTANCES DIRIGEANTES

CONSEIL DE SURVEILLANCE
au 31 décembre 2011

PRÉSIDENT

Alain Vasselle

MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Yves Bur
suppléante
Valérie Boyer

Bérangère Poletti

MEMBRES DU SÉNAT

Francis Delattre
suppléant
Bertrand Auban

Muguette Dini
suppléant
René Teulade

PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

Jean-Louis Beffa
Vice-Président du Conseil de surveillance

REPRÉSENTANTS DES ASSURÉS SOCIAUX DÉSIGNÉS PAR LES ORGANISATIONS SYNDICALES INTERPROFESSIONNELLES REPRÉSENTATIVES AU PLAN NATIONAL

Confédération générale du travail
Jean-Christophe Le Duigou
Vice-Président du Conseil de surveillance
suppléant
Pierre-Yves Chanu

Confédération générale du travail – Force ouvrière
Jean-Jacques Poujade
suppléant
Philippe Pihet

Confédération française démocratique du travail
Philippe Le Clezio
suppléant
Yves Canevet

Confédération française des travailleurs chrétiens
Isabelle Sancerni
suppléant
Michel Moise-Mijon

Confédération française de l'encadrement – CGC
Danièle Karniewicz
suppléante
Alain Dematons

REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

Mouvement des entreprises de France
Agnès Canarelli
suppléante
Catherine Thibier

Valérie Corman
suppléante
Emilie Martinez

Alain Leclair
suppléant
Jean-Claude Guéry

Association française de la gestion financière

Confédération générale des PME
Geneviève Roy
suppléant
Georges Tissié

Union professionnelle artisanale
Albert Quenet
suppléante
Berthe Duguey

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

Dominique Libault
suppléant
Jonathan Bosredon

Jean-Louis Rey
suppléant
Damien Vergé

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

Hervé de Villeroché
suppléant
Emmanuel Bretin

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

Julien Dubertret
suppléant
Rodolphe Gintz

DIRECTOIRE
mai 2012

PRÉSIDENT

Antoine Gosset-Grainville

AUTRES MEMBRES

Yves Chevalier

Olivier Rousseau

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

PRÉSIDENT

Olivier Rousseau

AUTRES MEMBRES

Nathalie Boullefort-Fulconis
Ancien directeur général délégué d'une société de gestion d'actifs

Thierry Coste
Membre du collège de l'ACP
(Autorité de contrôle prudentiel)

Jean-François Marie
Ancien dirigeant de société financière

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

éléments financiers

RAPPORT ANNUEL 2011

SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

La loi de financement de la Sécurité sociale pour 2011 prévoit que, chaque année jusqu'en 2024, le FRR verse 2,1 Mds € à la CADES. La loi a également transféré à la CADES et au FSV les abondements perçus jusque-là par le FRR.

Ces mesures ont un impact significatif sur les comptes 2011 de l'établissement.

Le Fonds a versé à la Caisse d'amortissement de la dette sociale la somme de 2,1 Mds € le 25 avril 2011, enregistrant une réduction à *due concurrence* de ses capitaux permanents.

Les comptes de l'année 2011 traduisent cependant la robustesse de la situation financière du FRR déjà constatée en 2010.

La contribution CNIEG est valorisée à 3,49 Mds €, en progression de 17,5 M €.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités, s'élèvent à 35,9 Mds €.

Le résultat 2011 est excédentaire de 321 M €, après un résultat 2010 également positif de 603 M €.

Le résultat 2011 est excédentaire de 321 M €, après un résultat 2010 également positif de 603 M €.

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts déjà positifs en 2010 à 686,96 M € s'élèvent à 525 M € au 31 décembre 2011.

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

Les revenus des valeurs mobilières progressent à 938 M €, contre 842 M € en 2010.

Les opérations de change dégagent une perte nette de 229 M €. Compte tenu de la politique de couverture de change, cette perte a pour contrepartie au bilan une augmentation de la valeur des actifs d'un montant équivalent.

Les cessions de valeurs mobilières dégagent une perte de 380 M €, après avoir enregistré un excédent de 774 M € en 2010.

Enfin, les instruments financiers à terme (futures) participent au résultat financier pour 71 M €.

BILAN
AU 31/12/2011

ACTIF – en euros	31/12/2011	31/12/2010
Immobilisations	**859 671,06**	**589 783,78**
Créances	**9 540 298 572,54**	**8 685 005 695,51**
Dotations affectées au FRR à recevoir	0,00	123 968 881,98
Créances d'exploitation	0,00	0,00
Créances liées aux instruments financiers	63 566 533,21	68 271 400,01
Créances liées aux opérations de change	9 302 110 609,37	8 375 665 075,35
Créances liées aux instruments financiers à terme	174 621 429,96	117 100 338,17
Valeurs mobilières	**32 877 976 256,33**	**33 901 276 412,87**
Actions	5 852 055 618,39	10 843 593 916,42
Obligations	19 193 474 676,51	14 430 583 967,66
Titres de créances négociables	2 846 700 287,54	3 069 330 297,85
OPCVM	4 422 608 272,49	5 157 499 877,21
Fonds d'investissement	563 137 401,40	400 268 353,73
Disponibilités	**2 317 143 552,16**	**3 215 758 726,80**
Charges constatées d'avance	**123 342,22**	**9 900,88**
TOTAL	**44 736 401 394,31**	**45 802 640 519,84**

PASSIF – en euros	31/12/2011	31/12/2010
Capitaux propres	**4 316 669 444,16**	**4 176 081 980,77**
Dotations	2 867 264 562,06	2 886 048 778,22
Réserves	603 069 148,26	0,00
Écart d'estimation	525 175 590,12	686 964 054,29
Résultat de l'exercice	321 160 143,72	603 069 148,26
Dettes	**40 418 726 498,02**	**41 623 645 865,26**
Dotations affectées au FRR perçues d'avance		78 651 774,50
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 490 766 561,44	3 473 170 485,09
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	25 200 000 000,00	27 300 000 000,00
Dettes d'exploitation	20 074 192,40	29 304 088,08
Dettes liées aux instruments financiers	48 586 031,72	59 014 668,81
Dettes liées aux opérations de change	9 541 598 720,17	8 499 727 564,73
Dettes liées aux instruments financiers à terme	17 700 992,29	83 777 284,05
Produits constatés d'avance	**1 005 452,13**	**2 912 673,81**
TOTAL	**44 736 401 394,31**	**45 802 640 519,84**

COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2011

CHARGES – en euros	31/12/2011	31/12/2010
Services extérieurs	50 862 766,86	57 876 568,90
Impôts et taxes	61 014,22	87 225,74
Frais de personnel	665 181,82	1 091 152,11
Amortissement	228 090,14	165 268,60
Charges d'exploitation	**51 817 053,04**	**59 220 215,35**
Pertes de change	1 122 157 582,59	1 654 735 181,40
Charges sur instruments financiers à terme	524 099 808,04	586 493 278,03
Charges sur cession de valeurs mobilières	1 738 739 789,02	1 219 527 629,29
Autres charges financières	413 085 638,56	463 301 709,98
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	35 458 987,62	62 382 560,52
Charges financières	**3 833 541 805,83**	**3 986 440 359,22**
Charges exceptionnelles	**0,00**	**0,00**
Total charges	**3 885 358 858,87**	**4 045 660 574,57**
Résultat de l'exercice	**321 160 143,72**	**603 069 148,26**
TOTAL	**4 206 519 002,59**	**4 648 729 722,83**

PRODUITS – en euros	31/12/2011	31/12/2010
Revenus des valeurs mobilières	937 628 275,69	841 842 270,64
Gains de change	892 824 165,03	901 760 110,33
Produits sur instruments financiers à terme	594 626 630,83	511 948 669,86
Produits sur cession de valeurs mobilières	1 359 749 797,03	1 994 015 929,25
Autres produits financiers	417 676 193,95	399 162 742,75
Produits financiers	**4 202 505 062,53**	**4 648 729 722,83**
Produits exceptionnels	**4 013 940,06**	**0,00**
Total produits	**4 206 519 002,59**	**4 648 729 722,83**
TOTAL	**4 206 519 002,59**	**4 648 729 722,83**

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2011

RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de Sécurité sociale et l'avis n° 200307 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 200810 du 5 juin 2008.

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

La comptabilité du FRR étant tenue en euros, la comptabilisation de la valorisation des positions des mandats du FRR en devises correspond à sa contre valeur calculée avec le taux de change WM/Reuters *closing spot rates.*

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

Il est fait application de la règle du PRMP (prix de revient moyen pondéré) pour le dégagement des plus ou moins-values sur valeurs mobilières, et de la règle FIFO *(first in first out)* pour les futures.

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

En l'absence de cours au jour de la valorisation, l'évaluation s'effectue sur la base du dernier cours connu ou selon une procédure préétablie en cas de cours ancien.

La valorisation des obligations est fondée sur le principe d'une cotation Bid à partir de cours contribués communiqués par différents fournisseurs de services financiers.

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

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

Les titres de créances négociables ou assimilés qui ne font pas l'objet de transactions significatives sont évalués de façon actuarielle sur la base de taux zéro coupon de même maturité majoré, le cas échéant, d'un spread émetteur.

Les OPCVM sont valorisés sur la base de la dernière valeur liquidative connue. Les ETF *(exchange traded fund)* sont évalués au dernier cours coté.

Les fonds de capital investissement sont valorisés sur la base des dernières valorisations communiquées par les gérants.

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

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

Les swaps sont valorisés sur la base des cours transmis par la contrepartie, sous le contrôle du gérant, faisant également l'objet de différents niveaux de contrôle mis en place au FRR.

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

Les récupérations des retenues à la source sont comptabilisées au fur et à mesure de leur encaissement.

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

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

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

La contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil interministériel de la comptabilité des organismes de Sécurité sociale en date du 20 avril 2005, est comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette.

Conformément à l'avenant n° 1 du 20 mars 2009, modifiant la convention du 12 juillet 2005, conclu entre le FRR et la CNAVTS, le FRR procède désor-

mais à la détermination de la quote-part revenant à la soulte selon une base annuelle.
La rémunération des sociétés de gestion est basée sur une grille tarifaire reposant sur des tranches de montants d'encours auxquels sont attribuées des rémunérations en points de base.
Certains mandats font l'objet d'une rémunération variable en cas de surperformance définie comme l'écart mathématique positif entre la performance du portefeuille et celle de son benchmark. Selon les mandats, cette rémunération est acquise annuellement et/ou au terme du mandat de gestion dès lors que la surperformance est confirmée sur les périodes considérées dans la limite des plafonds définis contractuellement.

PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

BILAN

Les différentes rubriques sont présentées en valeurs nettes tenant compte des amortissements pratiqués pour les immobilisations ou des écarts d'estimation pour les actifs et passifs financiers.
Les « dotations affectées au FRR à recevoir » représentent le montant des dotations affectées au FRR au 31 décembre 2010, non encaissées à cette date et dont le montant était connu lors de l'arrêté des comptes précédent. Les « dotations affectées au FRR perçues d'avance » représentent le montant des produits encaissés par le FRR, au 31 décembre 2010 et dont le fait générateur concernait 2011.
Les « créances » et « dettes liées aux instruments financiers » regroupent les opérations sur les valeurs mobilières effectuées par les sociétés d'investissement dont l'encaissement ou le décaissement n'est pas encore intervenu (coupons échus, ventes ou achats en attente de règlement).
Les « créances » et « dettes liées aux opérations de change » regroupent les opérations en instance, qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.
Les « créances » et « dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie) et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).
Les « valeurs mobilières » sont classées en cinq catégories : actions, obligations, titres de créances négociables, OPCVM et fonds d'investissement. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations et titres de créances négociables.
Les « disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euros et en devises (évalués à leurs cours du dernier jour de l'exercice) ainsi que les intérêts courus au titre de la rémunération de ces comptes courants et des comptes à terme.

LES « CAPITAUX PROPRES » REGROUPENT :

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

LA RUBRIQUE « CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG » COMPREND :

- la contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi n° 2004803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000,00 euros la somme ayant été versée par la CNIEG au FRR au cours du deuxième trimestre 2005 ;
- les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêté du 31 janvier 2005 ;
- la quote-part des produits de l'exercice, nets de frais, correspondant à l'attribution de la part du résultat du FRR à la soulte versée par la CNIEG ;
- la quote-part des plus ou moins-values latentes à la date d'arrêté.

La « dette CADES » est présentée en « dette à moins d'un an » et en « dette à plus d'un an ».

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS À L'ACTIF

IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

	Immobilisations				Amortissements				Valeur nette comptable
Rubriques et postes	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	
Immobilisations incorporelles	1 647 139,42	495 764,02	–	2 142 903,44	- 1 057 484,26	- 227 469,65	–	- 1 284 953,91	857 949,53
SOUS-TOTAL	**1 647 139,42**	**495 764,02**	**–**	**2 142 903,44**	**- 1 057 484,26**	**- 227 469,65**	**–**	**- 1 284 953,91**	**857 949,53**
Immobilisations corporelles	10 498,91	2 213,40	–	12 712,31	- 10 370,29	- 620,49	–	- 10 990,78	1 721,53
SOUS-TOTAL	**10 498,91**	**2 213,40**	**–**	**12 712,31**	**- 10 370,29**	**- 620,49**	**–**	**- 10 990,78**	**1 721,53**
TOTAL	**1 657 638,33**	**497 977,42**	**–**	**2 155 615,75**	**- 1 067 854,55**	**- 228 090,14**	**–**	**- 1 295 944,69**	**859 671,06**

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances – en euros	31/12/2011
liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	15 817 588,55
Ventes en attente de règlement	47 476 118,86
Commissions / ristournes à recevoir	272 825,80
TOTAL	**63 566 533,21**
liées aux opérations de change	
Achats à terme	81 707 496,88
Devises à recevoir à terme	9 153 659 705,15
Devises à recevoir au comptant	52 946 051,92
Déport	13 797 355,42
TOTAL	**9 302 110 609,37**
liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	167 804 283,05
Marge à recevoir	6 817 146,91
TOTAL	**174 621 429,96**

VALEURS MOBILIÈRES

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

Portefeuille au 31 décembre 2010 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation[1]	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	10 234 059 336,47	609 534 579,95	–	10 843 593 916,42
Obligations	14 250 570 926,90	- 72 405 746,60	252 418 787,36	14 430 583 967,66
TCN	3 072 783 053,49	- 4 392 055,68	939 300,04	3 069 330 297,85
OPCVM	4 978 496 186,34	179 003 690,87	–	5 157 499 877,21
Capital investissement	412 821 309,86	- 12 552 956,13	–	400 268 353,73
TOTAL	**32 948 730 813,06**	**699 187 512,41**	**253 358 087,40**	**33 901 276 412,87**

Portefeuille au 31 décembre 2011 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation[2]	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	5 684 070 924,80	167 984 693,59	–	5 852 055 618,39
Obligations	18 456 508 213,06	390 080 736,64	346 885 726,81	19 193 474 676,51
TCN	2 844 476 582,14	352 196,06	1 871 508,34	2 846 700 287,54
OPCVM	4 424 766 776,84	- 2 158 504,35	–	4 422 608 272,49
Capital investissement	508 479 290,86	54 658 110,54	–	563 137 401,40
TOTAL	**31 918 301 787,70**	**610 917 233,48**	**348 757 235,15**	**32 877 976 256,33**

	31/12/2010	31/12/2011
Actions	10 843 593 916,42	5 852 055 618,39
Obligations	14 430 583 967,66	19 193 474 676,51
TCN	3 069 330 297,85	2 846 700 287,54
OPCVM	5 157 499 877,21	4 422 608 272,49
Capital investissement	400 268 353,73	563 137 401,40
TOTAL	**33 901 276 412,87**	**32 877 976 256,33**

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

	31/12/2010	31/12/2011
< 3 mois	17,75 %	11,77 %
> 3 mois < 1 an	0,87 %	1,10 %
1 à 3 ans	11,29 %	9,84 %
3 à 5 ans	12,57 %	11,85 %
5 à 7 ans	10,09 %	11,13 %
7 à 10 ans	18,98 %	27,88 %
10 à 15 ans	16,46 %	14,72 %
> 15 ans	11,99 %	11,71 %
	100,00 %	**100,00 %**

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2010	31/12/2011
Taux fixe	78,74 %	86,55 %
Taux indexé	20,90 %	12,98 %
Taux variable	0,36 %	0,47 %
	100,00 %	**100,00 %**

VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION

en euros

Devises	Actions	Obligations	TCN	OPCVM[3]	LP et FCPR[4]	Total
AUD	169 658 203,01	108 334 021,46	–	–	–	277 992 224,47
CAD	117 223 923,97	153 627 441,33	–	–	–	270 851 365,30
CHF	218 803 280,64		–	–	–	218 803 280,64
DKK	70 933 021,68	34 380 783,87	–	–	–	105 313 805,55
EUR	1 789 718 668,52	13 919 793 492,49	2 807 180 460,12	2 318 424 008,36	284 593 926,85	21 119 710 556,34
GBP	540 845 207,36	268 578 964,33	–	60 685 528,55	–	870 109 700,24
HKD	100 130 166,54	–	–	–	–	100 130 166,54
JPY	710 484 587,69	375 425 644,14	–	–	–	1 085 910 231,83
NOK	43 014 753,30	–	–	–	–	43 014 753,30
NZD	3 266 026,35	–	–	–	–	3 266 026,35
SEK	59 179 465,81	47 344 239,42	–	–	–	106 523 705,23
SGD	38 558 438,59	–	–	–	–	38 558 438,59
USD	1 990 239 874,93	4 285 990 089,47	38 514 375,29	2 043 498 735,58	278 543 474,55	8 636 786 549,82
TOTAL NET D'IPA[5]	**5 852 055 618,39**	**19 193 474 676,51**	**2 845 694 835,41**	**4 422 608 272,49**	**563 137 401,40**	**32 876 970 804,20**

IPA sur BTF	262 649,65
IPA sur bons du Trésor étrangers	20 985,31
IPA sur certificats de dépôts	721 817,17
Total IPA	**1 005 452,13**

TOTAL PORTE-FEUILLE	**5 852 055 618,39**	**19 193 474 676,51**	**2 846 700 287,54**	**4 422 608 272,49**	**563 137 401,40**	**32 877 976 256,33**

3. *Dont* Exchange Traded Funds.
4. Limited partnership *: fonds d'investissement.*
5. *IPA : intérêts perçus d'avance.*

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2011

en euros

Valeurs mobilières	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Actions			
Européennes zone euro	1 787 033 743,07	–	1 787 033 743,07
Européennes hors zone euro	935 245 322,63	–	935 245 322,63
Amérique	2 107 679 130,51	–	2 107 679 130,51
Asie hors Japon	311 612 834,49	–	311 612 834,49
Japon	710 484 587,69	–	710 484 587,69
SOUS-TOTAL	**5 852 055 618,39**	**–**	**5 852 055 618,39**
Obligations			
Européennes zone euro	13 919 793 492,49	–	13 919 793 492,49
Européennes hors zone euro	350 303 987,62	–	350 303 987,62
Amérique	4 439 617 530,80	–	4 439 617 530,80
Asie hors Japon	108 334 021,46	–	108 334 021,46
Japon	375 425 644,14	–	375 425 644,14
SOUS-TOTAL	**19 193 474 676,51**	**–**	**19 193 474 676,51**
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	2 807 180 460,12	984 466,82	2 808 164 926,94
Amérique	38 514 375,29	20 985,31	38 535 360,60
SOUS-TOTAL	**2 845 694 835,41**	**1 005 452,13**	**2 846 700 287,54**
OPCVM			
Européens zone euro	2 318 424 008,36	–	2 318 424 008,36
Européens hors zone euro	60 685 528,55	–	60 685 528,55
Amérique	2 043 498 735,58	–	2 043 498 735,58
SOUS-TOTAL	**4 422 608 272,49**	**–**	**4 422 608 272,49**
Fonds d'investissement			
Europe	284 593 926,85	–	284 593 926,85
Amérique	278 543 474,55	–	278 543 474,55
SOUS-TOTAL	**563 137 401,40**	**–**	**563 137 401,40**
TOTAL	**32 876 970 804,20**	**1 005 452,13**	**32 877 976 256,33**

FONDS D'INVESTISSEMENT

		Pantheon Ventures	Access Capital Partners	Antin Infrastructures	Total
Engagements à l'origine	EUR	550 000 000	300 000 000	50 000 000	900 000 000
Engagements à la date d'arrêté	EUR	257 500 000	210 000 000	50 000 000	517 500 000
Solde de l'exercice précédent	EUR	132 095 000	87 500 000	12 743 247[6]	232 338 247
Versements de la période (appels de fonds)	EUR	26 000 000	40 600 000	12 277 718	78 877 718
Reversements provisoires	EUR	-7 500 000	–	-1 824 032[10]	-9 324 032
Solde à la date d'arrêté	EUR	150 595 000	128 100 000	23 196 933	301 891 933
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	140 368 692	118 684 571	25 540 663	284 593 926

		NBEL[7]	AXA IM Private Equity Europe	Total		NBEL	AXA IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	USD	679 993 200	198 000 000	877 993 000	EUR[8]	523 796 950	152 518 872	676 315 822
Engagements à la date d'arrêté	USD	280 711 144	198 000 000	478 711 144	EUR[8]	216 231 046	152 518 872	368 749 918
Solde de l'exercice précédent	USD	141 775 849	107 231 288	249 007 137	EUR[9]	101 475 366	79 007 695	180 483 061
Versements de la période (appels de fonds)	USD	25 258 495	25 985 983	51 244 478	EUR[9]	17 989 314	18 863 779	36 853 093
Distributions d'avoirs	USD	-8 357 394	-6 279 712	-14 637 106	EUR[9]	-6 144 690	-4 604 170	-10 748 860
Solde à la date d'arrêté	USD	158 676 950	126 937 559	285 614 509	EUR[9]	113 319 990	93 267 304	206 587 294
Valorisation à la date d'arrêté	USD	206 828 085	154 766 389	361 594 474	EUR[8]	159 319 122	119 224 353	278 543 475
Total engagements initiaux (EUR)								**1 576 315 822**
Total versements nets sur la période (EUR)								**95 657 919**
TOTAL VALORISÉ À LA DATE D'ARRÊTÉ (EUR)								**563 137 401**

6. Dont 256 508 € versés au titre de la prime de commission et de la prime de souscription conformément au règlement du fonds.
7. Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brothers Int. Europe.
8. Sur la base d'une parité $ vs € de 0,770 297 à la date d'arrêté.
9. Sur la base d'une parité $ vs € en date d'opération.
10. Dont 388 749,29 € de distribution partielle d'actifs.

DISPONIBILITÉS

Devises – en euros	Total
AUD	21 817 482,17
CAD	30 436 329,35
CHF	7 736 872,45
DKK	5 097 413,70
EUR	1 474 251 009,79
GBP	119 059 849,09
HKD	30 818 408,88
JPY	176 424 306,99
NOK	1 206 164,93
NZD	69 413,08
SEK	2 971 532,89
SGD	54 860,64
USD	447 199 908,20
TOTAL	**2 317 143 552,16**

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU PASSIF

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

Capitaux propres	31/12/2010	Affectation résultat 2010	Résultat 2011	Variation +	Variation -	31/12/2011
Dotations	2 886 048 778,22	–	–	–	18 784 216,16	2 867 264 562,06
Réserves	–	603 069 148,26	–	–	–	603 069 148,26
Écarts d'estimation	686 964 054,29	–	–	–	161 788 464,17	525 175 590,12
Résultat de l'exercice	603 069 148,26	- 603 069 148,26	321 160 143,72	–	–	321 160 143,72
SOUS-TOTAL	**4 176 081 980,77**	**–**	**321 160 143,72**	**–**	**180 572 680,33**	**4 316 669 444,16**
Dettes long terme	**31/12/2010**					**31/12/2011**
CNIEG	3 473 170 485,09	–	–	17 596 076,35	–	3 490 766 561,44
CADES + 1 an	27 300 000 000,00	–	–	–	2 100 000 000,00	25 200 000 000,00
SOUS-TOTAL	**30 773 170 485,09**	**–**	**–**	**17 596 076,35**	**2 100 000 000,00**	**28 690 766 561,44**
TOTAL CAPITAUX PERMANENTS	**34 949 252 465,86**	**–**	**321 160 143,72**	**17 596 076,35**	**2 280 572 680,33**	**33 007 436 005,60**

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

	2008	2009	2010	31/12/2011
Résultats de l'exercice	- 2 559 487 942,20	- 133 555 062,47	603 069 148,26	321 160 143,72

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

DETTES – en euros

ÉCHÉANCIER DES DETTES

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	dont 1 à 5 ans	dont plus de 5 ans
Contribution exceptionnelle CNIEG	3 490 766 561,44	–	3 490 766 561,44	–	3 490 766 561,44
Dette CADES	27 300 000 000,00	2 100 000 000,00	25 200 000 000,00	8 400 000 000,00	16 800 000 000,00
Dettes d'exploitation	20 074 192,40	20 074 192,40	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers	48 586 031,72	48 586 031,72	–	–	–
Dettes liées aux opérations de change	9 541 598 720,17	9 541 598 720,17	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers à terme	17 700 992,29	17 700 992,29	–	–	–
TOTAL	**40 418 726 498,02**	**11 727 959 936,58**	**28 690 766 561,44**	**8 400 000 000,00**	**20 290 766 561,44**

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG – en euros

Capitaux propres au 31 déc. 2010	4 176 081 980,77
Soulte CNIEG au 31 déc. 2010	3 473 170 485,09
Abondements 2011 (régularisation sur abondements antérieurs)	- 18 784 216,16
Dette CADES au 31 déc. 2011	27 300 000 000,00
	34 930 468 249,70
QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2011	**9,94 %**

Abondements

Dotations au 31/12/2010	2 886 048 778,22	**2011**
Dotations au 31/12/2011	2 867 264 562,06	- 18 784 216,16

Répartition au 31/12/2011	**31/12/2010**	**31/12/2011**	**à répartir**
Charges d'exploitation		51 817 053,04	- 51 817 053,04
Résultat financier		404 422 244,32	404 422 244,32
Résultat exceptionnel		4 013 940,06	4 013 940,06
RÉSULTAT GLOBAL		**356 619 131,34**	**356 619 131,34**
Écart d'estimation valeurs mobilières	711 740 468,54	556 259 122,94	- 155 481 345,60
Écart d'estimation change	- 2 395 876,38	23 394 315,12	25 790 191,50
Écart d'estimation change à terme	- 134 084 905,87	- 228 935 646,19	- 94 850 740,32
Écart d'estimation dérivés	- 22 397 489,63	52 004 715,31	74 402 204,94
Écart d'estimation capital investissement	- 12 552 956,13	54 658 110,54	67 211 066,67
Écart d'estimation swaps	87 647 137,74	- 9 075 614,89	- 96 722 752,63
ÉCART D'ESTIMATION TOTAL	**627 956 378,27**	**448 305 002,83**	**- 179 651 375,44**

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	356 619 131,34
Pourcentage de répartition	9,94 %
À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV	**35 458 987,62**
Écart d'estimation	- 179 651 375,44
Pourcentage de répartition	9,94 %
À PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV	**- 17 862 911,26**

Récapitulation

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	35 458 987,62
Écart d'estimation	- 17 862 911,26
TOTAL	**17 596 076,36**
Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2010	**3 473 170 485,09**
CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2011	**3 490 766 561,45**

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes – en euros	**31/12/2011**
liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	48 586 031,72
TOTAL	**48 586 031,72**
liées aux opérations de change	
Ventes à terme	9 406 207 368,23
Devises à livrer à terme	80 376 927,58
Devises à livrer au comptant	52 973 041,62
Report	2 041 382,74
TOTAL	**9 541 598 720,17**
liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	8 625 377,40
Écart d'estimation sur swaps	9 075 614,89
TOTAL	**17 700 992,29**

PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à 1 005 452,13 €. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN, bons du Trésor étrangers).

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

CHARGES D'EXPLOITATION – en euros

	Montant
Services extérieurs	**50 862 766,86**
Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)	19 877 358,51
Rémunération des sociétés d'investissement	26 141 906,98
Autres services extérieurs	4 843 501,37
dont frais de négociation sur instruments financiers à 4 153 100,21	
Impôts et taxes	**61 014,22**
Personnel	**665 181,82**
Amortissements	**228 090,14**
TOTAL	**51 817 053,04**

TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

Catégorie	CDI	CDD	Intérim	Autres	Total
DIRECTION	2	–	–	–	2
CADRES	1	–	–	–	1
EMPLOYÉS	5	–	–	–	5
TOTAL	**8**	**–**	**–**	**–**	**8**
AUTRES[11]	**–**	**–**	**–**	**1**	**–**

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

ENGAGEMENTS HORS BILAN

Contrats de change à terme – en euros

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	296 594 630,75	3,24	3 576 097,49	4,45
CAD	286 280 427,51	3,13	18 620 122,48	23,17
CHF	202 825 774,60	2,22	791 121,14	0,98
DKK	101 324 054,37	1,11	–	–
GBP	859 698 712,57	9,39	16 518 597,47	20,55
HKD	141 258 439,06	1,54	1 631 872,66	2,03
JPY	1 243 961 625,68	13,59	13 011 250,48	16,19
NOK	38 816 233,50	0,42	–	–
NZD	3 127 225,50	0,03	–	–
SEK	99 403 513,62	1,09	4 344 900,58	5,41
SGD	38 064 497,16	0,42	589 579,93	0,73
USD	5 842 304 570,83	63,82	21 293 385,35	26,49
TOTAL	**9 153 659 705,15**	**100,00**	**80 376 927,58**	**100,00**

Titres et espèces en deposit au 31/12/2011

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
FR0010235176	OATi 1 % 25/07/17	20 000 000,00	21 203 489,22	22 430 107,22
XS0294547285	ST GOB. 4.75 % 11/04/17 EUR	1 250,00	1 217 958,83	1 345 476,78
SOUS-TOTAL			**22 421 448,05**	**23 775 584,00**

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	12 085 700,00	8 828 110,50	9 544 858,63
DG.AUD	DEPOSIT AUD	15 000,00	11 072,56	11 846,46
DG.CAD	DEPOSIT CAD	1 392 100,00	991 840,79	1 053 145,21
DG.CHF	DEPOSIT CHF	1 943 920,00	1 610 719,39	1 601 383,96
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 292 307,00	1 292 307,00	1 292 307,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	61 345 985,00	61 345 985,00	61 345 985,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	183 895,00	183 895,00	183 895,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	353 100,00	353 100,00	353 100,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	24 234,00	24 234,00	24 234,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 333 490,00	1 333 490,00	1 333 490,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	403 710,00	403 710,00	403 710,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	267 628,80	267 628,80	267 628,80
DG.GBP	DEPOSIT GBP	6 223 200,00	7 125 209,69	7 450 257,39
DG.HKD	DEPOSIT HKD	146 667 600,00	13 185 545,62	14 547 182,16
DG.HKD	DEPOSIT HKD	373 200,00	35 443,69	37 015,73
DG.JPY	DEPOSIT JPY	2 080 530 000,00	18 946 284,46	20 830 296,35
DG.JPY	DEPOSIT JPY	630 000,00	5 760,41	6 307,56
DG.USD	DEPOSIT USD	59 468 800,00	42 763 097,03	45 808 658,14
DG.USD	DEPOSIT USD	60 000,00	43 935,99	46 217,84
DG.USD	DEPOSIT USD	2 158 600,00	1 559 995,05	1 662 763,82
SOUS-TOTAL			**160 311 364,98**	**167 804 283,05**
TOTAL			**182 732 813,03**	**191 579 867,05**

AUTRES ENGAGEMENTS – en euros

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

FUTURES SUR CHANGE

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
EC0312	CHI FUTUR EUR/U 0312	USD	1,34	1 248 901 710,11
TOTAL				**1 248 901 710,11**

FUTURES SUR INDICES

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
AP0312	SYD FUTURE SPI2 0312	AUD	4 019,00	158 703,21
BXF0112	BEL FUTURE BEL2 0112	EUR	2 085,00	4 983 150,00
EMD0312	CHI FUTURE SPI4 0312	USD	877,30	64 266 854,11
ES0312	CHI FUTUR SPMIN 0312	USD	1 252,60	40 428 239,10
FCE0112	MAR CAC 40 0112	EUR	3 165,50	16 523 910,00
FDAX0312	EUR FUTURE DAX 0312	EUR	5 900,00	10 325 000,00
FESX0312	EUR DJ EURO STO 0312	EUR	2 308,00	59 315 600,00
FESX0312	EUR DJ EURO STO 0312	EUR	2 308,00	323 120,00
FSMI0312	EUR FUTURE SMI 0312	CHF	5 890,00	21 349 369,80
FTI0112	AEX FUTURE AEX 0112	EUR	313,25	5 137 300,00
HSI0112	HKF HANG SENG I 0112	HKD	18 456,00	366 110,57
NQ0312	CHI NASDAQ 100 0312	USD	2 274,50	2 417 816,98
RTA0312	NY RUSSELL 200 0312	USD	738,80	45 641 472,81
SP0312	CHI SP500 0312	USD	1 252,60	723 655,83
TP0312	TOK TOPIX 0312	JPY	728,00	218 662,39
YM0312	CBO FUTURE DJ M 0312	USD	12 150,00	1 918 618,09
Z0312	LIF FTSE100 0312	GBP	5 536,00	73 764 731,24
TOTAL				**347 862 314,12**

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
AP0312	SYD FUTURE SPI2 0312	AUD	4 019,00	125 613 587,90
HSI0112	HKF HANG SENG I 0112	HKD	18 456,00	143 881 454,51
TP0312	TOK TOPIX 312	JPY	728,00	709 195 032,82
TOTAL				**978 690 075,23**

FUTURES SUR TAUX

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
CG0312	MON FUTURE CAN 0312	CAD	133,84	30 375 609,94
FBTP0312	EUR EURO BTP FU 0312	EUR	91,61	100 404 560,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	139,04	45 466 080,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	139,04	1 133 732 160,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	139,04	1 668 480,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	139,04	139 040,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	125,11	473 791 570,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	125,11	6 630 830,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	125,11	4 378 850,00
FGBS0312	EUR EURO SCHATZ 0312	EUR	110,34	124 904 880,00
FGBS0312	EUR EURO SCHATZ 0312	EUR	110,34	39 722 400,00
FGBS0312	EUR EURO SCHATZ 0312	EUR	110,34	50 315 040,00
FGBS0312	EUR EURO SCHATZ 0312	EUR	110,34	17 433 720,00
FGBX0312	EUR FUTURE EURO 0312	EUR	127,94	108 237 240,00
FV0312	CBO UST NOTE 5 0312	USD	123,26	44 623 661,61
I0312	LIF 3MO EURO EU 0312	EUR	98,92	3 709 500,00
I0612	LIF 3MO EURO EU 0612	EUR	99,06	4 705 350,00
I1213	LIF 3MO EURO EU 1213	EUR	98,83	8 400 550,00
JGB0312	TOK JPN 10Y BON 0312	JPY	142,41	104 084 200,86
R0312	LIF GILT FUTURE 0312	GBP	116,95	61 884 233,21
SXF600312	MON FUTURE TSE6 0312	CAD	678,90	2 978 870,52
TU0312	CBO 2 Y US TRES 0312	USD	110,27	49 436 320,48
TU0312	CBO 2 Y US TRES 0312	USD	110,27	83 752 941,58
TY0312	CBO T NOTE US 1 0312	USD	131,13	51 310 660,92
US0312	CBO FUTURE BOND 0312	USD	144,81	27 552 524,65
XT0312	SYD FUTURE AUST 0312	AUD	96,28	49 681 757,45
TOTAL				**2 629 321 031,22**

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Cours	Eng. HB valorisé
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	289,00	40 182 560,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	91,00	12 652 640,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	46,00	6 395 840,00
FGBL0312	EUR EURO BUND F 0312	EUR	30,00	4 171 200,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	58,00	7 256 380,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	90,00	11 259 900,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	20,00	2 502 200,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	150,00	18 766 500,00
FGBM0312	EUR EURO BOBL F 0312	EUR	120,00	15 013 200,00
FGBS0312	EUR EURO SCHATZ 0312	EUR	943,00	104 050 620,00
FV0312	CBO UST NOTE 5 0312	USD	56,00	5 316 861,81
I0313	LIF 3MO EURO EU 0313	EUR	37,00	9 162 587,50
I0613	LIF 3MO EURO EU 0613	EUR	29,00	7 177 137,50
I0912	LIF 3MO EURO EU 0912	EUR	7,00	1 734 337,50
I0913	LIF 3MO EURO EU 0913	EUR	12,00	2 967 750,00
I1212	LIF 3MO EURO EU 1212	EUR	17,00	4 211 112,50
TY0312	CBO T NOTE US 1 0312	USD	685,00	69 188 588,05
TOTAL				**322 009 414,86**

Engagements hors bilan sur swaps

SWAPS MATIÈRES PREMIÈRES

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Eng. nominal en €
SWAP618293	SWAP SOCGEN5	USD	188 722 847,02
SWAP618324	SWAP CREDIT SUISSE 6	USD	123 247 573,56
TOTAL			**311 970 420,58**

COMPLÉMENTS D'INFORMATION

COMMISSION DE SURPERFORMANCE. FRAIS VARIABLES

L'évaluation à la date d'arrêté des commissions de surperformance payables au terme des mandats de gestion concernés s'élève à 22 839 528,61 €.

PRODUITS EXCEPTIONNELS

La somme de 4 013 940,06 € enregistrée en produits exceptionnels correspond à l'indemnisation du FRR par AXA IM. Cette indemnité est consécutive à une erreur de programmation identifiée par AXA Rosenberg au sein de son processus d'investissement.

RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES AU 31 DÉCEMBRE 2011

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 2011, 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.

I. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

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

II. JUSTIFICATION DES APPRÉCIATIONS

Les comptes ont été établis dans un environnement incertain, lié à la crise des finances publiques de certains pays de la zone euro qui est accompagnée d'une crise économique et d'une crise de liquidité, rendant difficile l'appréhension des perspectives économiques. C'est dans ce contexte que, en application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

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

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

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

III. VÉRIFICATIONS ET INFORMATIONS SPÉCIFIQUES

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

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

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 12 avril 2012

Les commissaires aux comptes

CONSTANTIN ASSOCIÉS

Pascal Pincemin
Associé

MAZARS

Pierre Masieri
Associé

Gilles Dunand-Roux
Associé

SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR[1] AU 31 DÉCEMBRE 2011

2005FRR05
PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- Access Capital Partners (Fonds européen petites et moyennes capitalisations)
- AXA Private Equity Europe (Fonds de rachats secondaires)
- Neuberger Berman Europe Limited (Fonds nord-américain diversifié)
- Pantheon Ventures (UK) LLP (Fonds européen diversifié)

2008FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE
ACTIONS EUROPE – ACTIONS PETITES CAPITALISATIONS ZONE EUROPE

- Allianz Global Investors (France),(RCM Europe)
- Kempen Capital Management Limited
- Montanaro Asset Management Limited
- Scottish Widows Investment Partnership Limited
- Threadneedle Asset Management Limited

2008FRR05
MANDATS DE GESTION – ACTIONS JAPON, ACTIONS ASIE-PACIFIQUE – ACTIONS JAPON

- DAIWA SB Investments (UK) Limited
- DIAM International Limited
- FIL Gestion (France) (Fidelity Investments Japan Limited)

2008FRR05
MANDATS DE GESTION – ACTIONS JAPON, ACTIONS ASIE-PACIFIQUE – ACTIONS ASIE-PACIFIQUE

- Blackrock Investment Management (UK) Limited

2008FRR06
MANDATS DE GESTION GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GESTION « GROWTH »

- Allianz global investors (France) SA, (RCM Capital Management, US)
- ING Investment Management (Belgique) SA, (ING Investment Management Co., US)

2008FRR06
MANDATS DE GESTION GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GESTION « VALUE »

- Robeco Institutional Asset Management (Pays-Bas), (Robeco Investment Management, Inc., US)

2009FRR01
MANDAT D'EXPOSITION GLOBALE

- Amundi Asset Management

2009FRR02
MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES INDEXÉS SUR L'INFLATION – GESTION À FAIBLE RISQUE ACTIF

- Amundi Asset Management
- BNP Paribas Asset Management
- HSBC Global Asset Management
- Natixis Asset Management

2009FRR02
MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN EUROS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

- AXA Investment Managers (France)
- BNP Paribas Asset Management
- HSBC global Asset Management
- La Banque postale Asset Management
- Quoniam Asset Management GmbH
- Standard life investment

2009FRR02
MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN US DOLLARS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

- AXA investment managers (France), (AXA Investment Managers, Inc., US)
- BlackRock international (UK) Limited, (BlackRock Financial Management, LLC)
- Conning Asset Management Limited, (Conning & Company)
- Deutsche Asset Management International GmbH (DIMA)
- Schroder Investment Management (UK) Limited, (Schroder Investment Management North America)

2009FRR04
MANDAT DE GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- Russell Implementation Services Limited
- Goldman Sachs International

2010FRR04
GESTIONNAIRE « OVERLAY »

- State Street Global Advisors (France)

2010FRR05
MANDATS DE GESTION PASSIVE – OBLIGATIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – CATÉGORIE INVESTISSEMENT

- Blackrock Investment Management (UK) Limited
- State Street Global Advisors France, (State Street Global Advisors Limited, UK)
- CCR Asset Management (UBS AG Zurich)

2010FRR05
MANDATS DE GESTION PASSIVE – GESTION D'ADOSSEMENT DE FLUX

- Amundi Asset Management
- Allianz Global Investors (France)
- BNP Paribas Asset Management
- Natixis Asset Management
- AXA Investment Managers

2011FRR01
MANDATS DE GESTION PASSIVE – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES STANDARDS

- Vanguard Asset Management (UK) Limited, (The Vanguard Group, Inc. US)
- AllianceBernstein (UK) Limited, (AllianceBernstein L.P., US)

2011FRR01
MANDATS DE GESTION PASSIVE – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES OPTIMISÉS

- BNP Paribas Asset Management
- Amundi Asset Management

2011FRR02
MANDATS DE GESTION PASSIVE – INDICE 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.

Conception et réalisation : **avant**garde

Document imprimé dans le respect des normes environnementales
Papier Novatech satin

MIXTE
Papier issu de sources responsables
FSC® C014475

deux
mille
RAPPORT ANNUEL 2011
onze

FRR
FONDS DE RESERVE
POUR LES RETRAITES

56, rue de Lille – 75007 Paris
tél. : 33 (0)1 58 50 99 12
www.fondsdereserve.fr