

## **Chapitre III**

### **Le Fonds de réserve des retraites**

## **Le Fonds de réserve des retraites : une ambition abandonnée, une réorientation risquée**

---

### *PRESENTATION*

---

*Le Fonds de réserve des retraites (FRR), dont l'actif se montait à 36,2Md€ au 1<sup>er</sup> novembre 2010, a été créé par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999 sous la forme d'une section comptable spécifique du Fonds de solidarité vieillesse (FSV). Il s'agissait de constituer une réserve de 150 Md€, destinée à contribuer, à partir de 2020, au financement des régimes de retraite. Etaient concernés les régimes de retraite des travailleurs salariés ainsi que ceux des professions artisanales, industrielles et commerciales.*

*La loi du 17 juillet 2001 a transformé le Fonds en établissement public administratif. Le législateur créait ainsi un instrument nouveau en France, incarnant la volonté de l'Etat de se fixer des ambitions de long terme, à la fois en constituant une réserve pour faire face à une phase prévisible de déficit des régime de retraite et en faisant gérer cette réserve par un fonds public d'investissement.*

*Trois options ont été retenues par la loi : un mode de gouvernance original pour un établissement public administratif, combinant un conseil de surveillance composé notamment de parlementaires et de représentants patronaux et syndicaux, et un directoire présidé par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ; une gestion financière externalisée, les investissements étant réalisés par des sociétés mandataires ; une gestion administrative confiée à la Caisse des dépôts.*

*Toutefois, en juin 2010, les missions du FRR ont été profondément modifiées : le gouvernement a annoncé qu'il entendait « utiliser les ressources du FRR, pour financer l'intégralité des déficits du régime général et du FSV pendant la période de montée en charge de la réforme des retraites ». La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 a, en conséquence, prévu que, désormais, le FRR devra verser annuellement, dès 2011 et jusqu'en 2024, un montant de 2,1 Md€ courants à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES). Cette dernière recevra, en outre, les dotations publiques attribuées précédemment au Fonds.*

*L'établissement, dont la gouvernance et les modalités de gestion sont laissées inchangées par la loi, conserve la responsabilité de placer les actifs dont il continuera à disposer. La CADES deviendra propriétaire des éventuels actifs résiduels en 2025.*

*C'est dans ce contexte d'une transformation assez radicale du FRR que la Cour a examiné ses comptes et sa gestion depuis sa mise en œuvre effective en 2003 jusqu'au troisième trimestre 2010.*

*A fin 2010, après six ans, les résultats intermédiaires du Fonds, confronté à la crise des marchés financiers, sont inférieurs aux attentes. Sa réorientation témoigne de l'abandon d'une ambition de long terme cependant que sa transformation en pourvoyeur annuel de ressources pour la CADES risque d'hypothéquer la possibilité, pour l'établissement, d'atteindre une rentabilité satisfaisante. Une adaptation de sa gestion et de ses modalités d'intervention sur les marchés financiers est, en tout état de cause, nécessaire.*

## **I - Des résultats intermédiaires inférieurs aux attentes**

Le FRR a été créé pour mettre en réserve, sur une période suffisamment longue, des fonds destinés à diminuer le déficit prévisible des régimes de retraite à partir de 2020. A cet effet, il place les ressources qui lui sont allouées sur les marchés financiers, de manière à disposer, en fin de période, grâce à des investissements rentables, de l'actif le plus élevé possible.

Les ressources du FRR venant en diminution de celles du budget de l'Etat. Il lui faut dégager une rentabilité supérieure à la moyenne des taux d'intérêt auxquels l'Etat doit emprunter, pendant une période identique. Il est acceptable qu'en tant qu'investisseur de long terme, il puisse enregistrer, pendant une année, voire davantage, des résultats

inférieurs, pourvu que dans la durée, et, en tout état de cause, au moment de ses premiers décaissements, sa performance annualisée<sup>90</sup> ait été supérieure au coût pour l'Etat de ses emprunts. Le cas contraire se traduirait par un alourdissement de la dette publique.

Or même si le FRR a sensiblement redressé son bilan depuis décembre 2008, date à laquelle son actif était ramené au niveau des dotations reçues depuis sa création, sa performance annualisée (3,1 %) de juin 2004 à fin 2010 restait en-deçà du coût des emprunts de l'Etat (3,45 %) sur la même période.

Il est vrai, toutefois, que ce résultat inférieur aux attentes ne porte que sur les six premières années d'un fonds, conçu et géré comme un investisseur de long terme, qui ne devait commencer à décaisser que dix sept ans après sa création. Ce premier bilan est dressé, en outre, alors que le FRR a été confronté, depuis 2008, à une crise des marchés financiers de très grande ampleur.

Il reste que la faible rentabilité du FRR s'explique aussi par le manque d'engagement de l'Etat et par les choix d'investissements qui ont été effectués.

## **A - Un défaut d'engagement de l'Etat**

Le FRR n'a pas reçu, durant la période considérée, les orientations qui lui auraient été nécessaires de la part de l'Etat. Il a vu, en outre, les ressources dont il devait initialement être doté, se réduire progressivement.

### **1 - L'absence d'orientations stratégiques données au FRR par l'Etat**

La loi du 17 juillet 2001 instituant le FRR disposait que « les sommes affectées au Fonds étaient mises en réserve jusqu'en 2020 ». Elle ne donnait aucune indication sur le rythme et l'ampleur des décaissements à prévoir, autrement dit l'horizon de son passif. Le ministre des affaires sociales, du travail et de la solidarité, installant le FRR en novembre 2003, indiquait que l'établissement devrait contribuer au « lissage » des déficits prévisibles des régimes de retraite, mais ne se prononçait pas sur l'horizon du passif. Aucune précision sur les objectifs

---

<sup>90</sup> La performance annuelle d'un investisseur est constatée sur une année calendaire. Sa performance annualisée correspond à la conversion de la performance d'un investissement à l'instant T en base annuelle, le point de départ étant le début de l'opération d'investissement.

assignés au FRR n'a été donnée ensuite par une autorité de tutelle entre novembre 2003 et la décision gouvernementale de juin 2010.

Entre temps, les organes de direction du FRR ont déterminé eux-mêmes leur stratégie sur la base des travaux du conseil d'orientation des retraites (COR). La première allocation stratégique<sup>91</sup>, intervenue en 2003, était fondée sur une hypothèse, déterminée par le conseil de surveillance, d'un premier décaissement en 2020 suivi de versements linéaires jusqu'en 2030. La deuxième allocation stratégique, retenue en 2006, était bâtie sur la nécessité de tenir compte d'un horizon de décaissement compris désormais entre 2020 et 2040.

Ces décisions n'ont jamais été explicitement confirmées par les tutelles. En 2007, le COR indiquait, dans son quatrième rapport : « Le FRR doit, à partir de 2020, contribuer au financement des régimes de retraite, dans des conditions et avec des objectifs qui restent très largement à préciser ». Or les choix d'investissements opérés par le FRR étaient étroitement dépendants du moment, de la durée et du rythme de ses décaissements futurs.

Si l'Etat n'a pas donné d'orientation précise, il a, en revanche, contribué à placer le FRR dans un environnement instable, en envisageant, à plusieurs reprises, de prélever tout ou partie des réserves de l'établissement pour diminuer les déficits publics ou pour alimenter le Fonds stratégique d'investissement créé en 2008.

Dans ce contexte, les dirigeants du FRR, qui géraient un organisme à vocation financière en ne connaissant pas précisément le rythme et l'ampleur des décaissements à venir, ont été enclins à prendre des risques pour maintenir la rentabilité du Fonds et à en justifier l'existence par le niveau élevé de ses performances financières.

## **2 - Des dotations revues à la baisse**

La loi du 17 juillet 2001 créant le FRR avait prévu que celui-ci bénéficierait, outre ses produits financiers, de diverses dotations. L'ambition initiale, mentionnée en 1999, était que le Fonds puisse atteindre, en 2020, 150 Md€. En 2001, un scénario fondé sur un abondement annuel du FRR de 4,2 Md€ jugeait encore réalisable que les réserves puissent se monter à 123 Md€ en 2020.

La plupart des recettes étaient pourtant marquées par une grande fragilité, comme les excédents éventuels de la Caisse nationale

---

<sup>91</sup> Une allocation stratégique se définit par la pondération, au sein d'un portefeuille d'investissements, des différentes classes d'actifs (actions, obligations).

d'assurance vieillesse (CNAV) et ceux du FSV, ou comme les recettes de privatisation qui étaient amenées à décroître.

De fait, les ressources allouées au Fonds n'ont cessé de diminuer pendant la période, se réduisant au prélèvement social sur les produits de placement et au produit de la vente des licences UMTS. Le FRR a, ainsi, reçu 8,1 Md€ en 2002, correspondant aux sommes antérieurement gérées par le FSV, auxquels s'est ajoutée une dotation de 5,5 Md€. En 2003, il n'a reçu que 3,3 Md€ et 2,15 Md€ en 2004. Depuis cette date, les dotations annuelles se situent entre 1,8 Md€ et 1,5 Md€.

Sur toute la période considérée, le FRR n'a reçu en dotation que 27,9 Md€<sup>92</sup>.

## **B - Les conséquences des choix opérés et de la crise financière**

La performance annualisée s'établit à 3,1 % entre juin 2004, date des premiers investissements sur les marchés financiers, et fin 2010<sup>93</sup>.

De juin 2004 à mars 2008, la performance annualisée du FRR était de près de 9 %. L'année 2008 a été marquée par une perte, sur douze mois, de 24,9 % et l'effacement des hausses d'actif engrangées pendant la période antérieure. L'année 2009 s'est traduite par un redressement marqué, avec une performance annuelle de + 15 %. De janvier à octobre 2010, l'actif du FRR n'a augmenté que de 3,1 %.

Les résultats du FRR durant la crise financière qui a vu une chute des marchés d'actions de l'ordre de - 43,5 % sont assez semblables à ceux d'autres fonds similaires<sup>94</sup>. L'établissement ne détenait ni « subprimes » ni produits titrisés, et n'a été que faiblement touché par la faillite de Lehman Brothers.<sup>95</sup>

---

<sup>92</sup> A ce montant s'ajoutent 3 Md€ correspondant à 40 % de la soulte versée par la Caisse nationale des industries électriques et gazières à la CNAV à raison de l'adossment du régime de ces industries au régime général.

<sup>93</sup> La performance annualisée du FRR est de 1,4 % seulement si on tient compte de l'inflation.

<sup>94</sup> Les performances, durant la crise, des fonds d'Irlande, de Nouvelle Zélande et de Suède ont été comprises entre - 20 % et - 29,5 %. Le Fonds norvégien dont la taille n'est pas comparable (300 Md€), a perdu 23,3 % de sa valeur.

<sup>95</sup> La faillite de Lehman Brothers a touché le FRR par l'intermédiaire d'une filiale britannique (LBIE). Les fonds effectivement appelés se montaient à 81 M€ et l'engagement à 283 M€. La filiale ayant fait l'objet d'une reprise, le FRR a confirmé le maintien de son mandat de gestion sur cet investissement.

Néanmoins, le retard pris pour mettre en œuvre les premiers investissements, une allocation stratégique qui rendait le FRR très vulnérable à des chocs extrêmes et une réactivité insuffisante des dirigeants de l'établissement et de la tutelle ont contribué à aggraver l'impact de la crise financière.

### **1 - Des investissements réalisés avec retard, en période de cours élevés**

Créé par la loi du 17 juillet 2001, installé le 27 novembre 2002 par le ministre des affaires sociales, le FRR n'a activé ses premiers mandats de gestion qu'en juin 2004.

L'intervalle de seize mois entre la promulgation de la loi et l'installation de l'établissement est imputable notamment aux lenteurs liées à l'alternance politique.

La première allocation stratégique a été préparée par le directoire à partir de l'installation de l'établissement en novembre 2002 et décidée par le conseil de surveillance, en avril 2003. Si ce délai est relativement court, la sélection des gérants des 37 mandats de gestion a, en revanche, duré onze mois. Cette lenteur s'explique par les délais réglementaires incompressibles de trois mois, le FRR étant soumis au code des marchés publics, par la grande complexité des opérations de sélection et par la réelle qualité des procédures mises en œuvre. Ce temps alloué au choix des mandataires est dans la moyenne observée en Europe pour des établissements de nature comparable, mais il n'en a pas moins contribué à retarder le processus d'investissement.

Ce n'est qu'en juin 2004 que les tout premiers mandats de gestion ont été activés, et que l'achat des titres par les sociétés de gestion a commencé. Il a fallu attendre le premier semestre 2005 pour que la pondération cible entre actions et obligations décidée par l'allocation stratégique soit atteinte, soit deux ans et demi après l'installation du FRR et deux ans après la détermination de la première allocation stratégique. En outre, 50 % des fonds dont disposait le FRR étaient encore en trésorerie en février 2005 et 27 % au 31 décembre 2005. Les portefeuilles n'ont été activés dans leur totalité qu'en 2007, au moment où les cours de bourse étaient au plus haut. Au total, la phase d'activation des mandats a duré près de deux ans.

Ces délais ont eu de lourdes conséquences sur la rentabilité de l'établissement qui a acheté ses actions à un moment où les cours étaient particulièrement élevés. Le directeur général de la CDC, président du directoire, a observé, lors d'un conseil de surveillance, que si le FRR

avait pu investir un an plus tôt, il aurait obtenu un écart positif de performance annualisée de 1,75 point<sup>96</sup>.

## 2 - Une composition risquée du portefeuille d'investissement

Le conseil de surveillance du FRR a été chargé de fixer les allocations stratégiques selon un rythme triennal. Il a déterminé les deux premières en avril 2003 et mai 2006, sur proposition du directoire.

La première allocation partait de l'hypothèse, comme on l'a vu, que le FRR devrait commencer à décaisser en 2020, avec des versements linéaires entre 2020 et 2030. Dans cette perspective, les chocs dus aux fluctuations des marchés étaient supposés se compenser. Investisseur de long terme, le Fonds a estimé pouvoir privilégier les « actifs risqués » en début de période et faire croître la part des obligations souveraines en fin de période.

Il s'est, en conséquence, doté en 2003, d'une allocation stratégique établissant à 55 % le niveau des actions et à 45 % celui des obligations dans son portefeuille. La répartition plus détaillée était la suivante :

Allocation stratégique mars 2003

Zone	Actions	Obligations
Zone euro	38%	38%
Hors zone euro	17%	7%
Total	55%	45%

Source : FRR

<sup>96</sup> A titre d'indication et même si le FRR n'a pas seulement investi sur la place de Paris, le CAC 40 était au plus bas en mars 2003, date à laquelle le FRR aurait dû commencer à investir si son installation n'avait pas pris du retard. En juin 2005, au moment où le Fonds n'avait pas encore totalement activé ses mandats de gestion, la valeur de l'indice avait augmenté de 100 % par rapport à 2003. Fin 2006, les cours avaient augmenté de 150 % par rapport à 2003.

Le FRR a fait, en outre, le choix d'une « gestion active »<sup>97</sup> pour 75 % de ses investissements. Les mandats passifs sont réservés à des marchés très « arbitrés »<sup>98</sup> (Amérique du Nord ou zone euro). Ce choix de gestion active relève d'un pari sur la possibilité de faire mieux que le marché à long terme. Or si des « sur-performances » sont possibles à court terme, elles peuvent aussi être neutralisées par des « sous-performances » pour l'investisseur de long terme que le FRR estimait représenter. Ce type de gestion est, en outre, plus coûteux en courtages et commissions.

L'orientation prise en 2003 a été renforcée par la deuxième allocation stratégique de mai 2006, prévue pour être mise en œuvre à la fin de l'année 2007. La nouvelle pondération du portefeuille était la suivante :

#### Allocation stratégique de mai 2006

Zone	Actions	Obligations	Actifs diversifiants <sup>99</sup>
Zone euro	33%	21%	
Hors zone euro	27%	9%	
Total	60%	30%	10%

Source : FRR

Les choix de 2006 ont été justifiés par la probabilité d'une rémunération à la hausse des actions et l'existence d'un risque obligataire. En outre, la volonté de pouvoir résister à des chocs éventuels a poussé le FRR à organiser une plus grande diversification de ses actifs, notamment dans l'immobilier et les matières premières.

### 3 - Une réactivité insuffisante durant la crise

Le FRR n'a pas réagi aux premiers signes de crise intervenus à l'été 2007. En décembre 2007, les actions représentaient 64 % de son portefeuille, soit quatre points de plus que l'objectif cible de 2006. Les

<sup>97</sup> Dans le cadre d'une gestion active, le gestionnaire fait référence à une norme de performance, mais dispose d'un budget de risque relatif qui lui permet de s'écarter pour « surperformer ». Dans le cadre d'une gestion passive ou indicielle, le gestionnaire doit réaliser un indice de référence dans un univers d'investissement donné.

<sup>98</sup> Un « marché arbitré » est un marché sur lequel les fluctuations de cours restent limitées.

<sup>99</sup> La catégorie « actifs diversifiants » recouvre du capital-investissement (private equity), des actions et des dettes émergentes, les marchés de matières premières, l'immobilier et le financement d'infrastructures.

actions en zone euro étaient passées de 63 % du portefeuille en 2004 à 37 %, tandis que les actions américaines représentaient désormais 22 % contre 16 % en 2004.

L'année 2008 n'a été marquée que par de modestes et tardives inflexions de la politique de placements. Le FRR a diminué son exposition aux actions après les difficultés de la banque Bear Stearns en mars 2008, avant de revenir à l'objectif cible de 60 %, rassuré par le sauvetage en juillet des organismes de crédit Fannie Mae et Freddie Mac. Ce n'est qu'en octobre 2008 que le FRR a commencé à faire lentement évoluer l'équilibre de son portefeuille en n'investissant plus en actions et en augmentant ses placements de trésorerie. Le conseil de surveillance, réuni en octobre et novembre 2008, n'a pas souhaité modifier « à chaud » l'allocation stratégique, ce qui aurait fait courir le risque de pertes importantes ; la tutelle a, en outre, invité l'établissement à ne pas envoyer un signal négatif aux marchés financiers.

La troisième allocation stratégique, intervenue en juin 2009, a été bâtie, comme les précédentes, sur l'hypothèse que le FRR était un investisseur de long terme, susceptible de compenser ses pertes antérieures en acceptant une prise de risques. La part des actifs dits de performance (actions et investissements dans l'immobilier et les matières premières) fixée à 55 %, n'a été que peu réduite, même si une marge de fluctuation autour de cette cible a été autorisée pour permettre une plus grande réactivité.

Il reste que, selon les chiffres du FRR lui-même, une réduction de la part des actions à 50 % en septembre 2007 se serait traduite par une performance annualisée supérieure de 1,20 point à la performance annualisée actuelle. La même opération en septembre 2008 aurait augmenté la performance annualisée de 0,61 point.

Longtemps privé d'orientations par l'Etat et n'ayant pas encore redressé sa situation financière en 2010, le Fonds n'est pas placé dans la meilleure situation pour retrouver une rentabilité satisfaisante, dans un contexte de contraintes supplémentaires.

## **II - Une réorientation risquée**

La décision de transformer le FRR en pourvoyeur annuel de ressources pour la CADES est intervenue dans le contexte de la réforme des retraites. Les dispositions législatives ont été prises par la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011.

Le gouvernement a estimé, d'une part, que les déficits des comptes sociaux justifiaient des prélèvements immédiats, d'autre part, que la mise en œuvre de la réforme des retraites rendrait moins utile, à partir de 2020, l'existence de réserves destinées à « lisser » les déficits futurs. Le dispositif législatif portant réforme des retraites prévoit, en effet, un scénario de retour à l'équilibre en 2018.

Cette réorientation, intervient à une période où le Fonds n'a pas retrouvé une rentabilité satisfaisante, et elle affaiblit ses chances de redressement.

La rationalisation de la gestion et des moyens d'intervention du FRR seront des composantes d'autant plus importantes de la préservation de ressources dont la collectivité risque d'avoir besoin dans le futur, si les déficits des régimes de retraite devaient persister au-delà de la réforme en cours.

## **A - Un changement de nature pour le FRR**

La décision de faire commencer les premiers décaissements du FRR en 2011 constitue un changement brutal et risqué de son horizon de passif avancé de neuf ans par rapport aux dispositions de la loi de 2001.

### **1 - Un choix risqué**

Le FRR avait bâti toute sa stratégie financière sur le fait qu'il était un investisseur de long terme, et pouvait donc prendre des risques, les pertes éventuelles se lissant sur la durée. Or, les contraintes nouvelles qui lui sont imposées interviennent seulement six ans après ses premiers investissements, dans un contexte marqué par les suites de la crise financière.

Dans les conditions retenues, le raccourcissement de son horizon de passif réduit les chances du Fonds de retrouver une performance annualisée satisfaisante, faute de pouvoir pratiquer, sur le long terme, une politique d'investissement lui permettant de saisir les opportunités offertes par les marchés financiers.

Sa rentabilité globale, depuis sa création, sera, en outre, mécaniquement altérée par l'obligation de verser, chaque année, à la CADES 2,1 Md€, qui viendront en diminution de son capital, et par le fait qu'il ne recevra plus aucune dotation nouvelle. Pour simplement compenser la perte de capital versée à la CADES en 2011, sans même

redresser le niveau actuel de son rendement annualisé et sans tenir compte de la suppression des dotations de l'Etat, le FRR devrait voir la valeur de ses actifs augmenter de plus de 6 % au cours de l'année.

Dans ce contexte, il faudrait que les marchés financiers, et notamment les classes d'actifs sur lesquelles le FRR va désormais s'investir, évoluent vigoureusement à la hausse pour que le Fonds retrouve une performance annualisée satisfaisante. Cette hypothèse n'est pas la plus probable.

La Cour avait indiqué, dans ses rapports sur l'exécution de la loi de financement de la sécurité sociale, qu'une augmentation de la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS) lui paraissait nécessaire, dans le contexte actuel des déficits sociaux. Une telle hausse aurait permis d'éviter d'utiliser les réserves du FRR beaucoup plus tôt qu'initialement prévu.

Le choix de court terme qui a été opéré, outre ses effets sur la rentabilité du FRR, fait courir un risque supplémentaire à la collectivité : les réserves constituées par le FRR manqueront si les déficits des régimes de retraite persistent.

## **2 - Une composition du portefeuille appelée à évoluer sensiblement**

Déjà modifiée à la suite de la crise financière, la composition du portefeuille du FRR ne peut qu'être transformée à la suite de la décision de raccourcir de neuf ans son horizon de passif et de supprimer ses abondements annuels. Le Fonds a désormais l'obligation de pouvoir décaisser, chaque année, 2,1 Md€, ce qui lui impose d'envisager l'éventualité d'un « choc extrême »<sup>100</sup> et donc de sécuriser une réserve.

Le Fonds a déjà fait sensiblement évoluer la part respective de ses obligations et de ses « actifs de performance ». Au 1<sup>er</sup> novembre 2010, il détenait 41,8 % de son portefeuille en « actifs de performance » (34,1 % en actions, 3,7 % en actifs liés aux matières premières et 3,5 % en valeurs immobilières). Ses actifs obligataires et monétaires atteignaient 58,2 %.

Le directoire travaille actuellement sur une hypothèse de répartition entre actions et obligations de l'ordre de 35 % et 65 %. La part et le niveau des obligations seraient adossés à l'échéancier de versement à la CADES. Le directoire exclut, dans le contexte actuel, de convertir tout

---

<sup>100</sup> Du type de celui qui s'est produit en octobre 2008, période durant laquelle les marchés financiers se sont effondrés, enregistrant des pertes très supérieures aux mouvements cycliques de hausse et de baisse des cours.

le portefeuille du FRR en obligations, d'une part, parce que les faibles taux d'intérêt actuels en ont beaucoup renchéri le coût, d'autre part, parce que le portefeuille d'actions est susceptible de dégager une rentabilité très supérieure.

Dans ce contexte où la gestion d'obligations, quel qu'en soit le niveau, représentera l'essentiel de l'activité du FRR, le recours à une gestion financière déléguée mérite d'être réexaminée. Or, la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011, qui réoriente les objectifs du Fonds, n'a pas modifié les dispositions de la loi de 2001 relatives à ses modes de gestion. Le constat des difficultés rencontrées comme la nécessité d'adapter le dispositif de l'établissement à ses nouveaux objectifs imposent pourtant une transformation profonde de l'organisation et des pratiques antérieures.

## **B - Une gestion à améliorer**

Le FRR a été doté d'un mode de gouvernance, original pour un établissement public administratif, dont l'équilibre est difficile à trouver. En outre, sa gestion, confiée à la CDC, a connu des défaillances et s'est avérée coûteuse. Enfin, des investissements sur des produits moins complexes à gérer devraient entraîner un réexamen du degré d'externalisation des activités du Fonds mais aussi de son statut.

### **1 - Une gouvernance ambiguë**

La gouvernance du FRR associe un conseil de surveillance à la composition paritaire (Etat, parlementaires, syndicats patronaux et salariés) à un directoire, exécutif de l'établissement. Le conseil de surveillance a représenté, selon les tutelles<sup>101</sup>, en raison de sa composition, une enceinte utile de dialogue social, et il a bien fonctionné.

Le directoire est présidé, pour des raisons historiques, par le directeur général de la CDC, cette dernière étant le prestataire de service du FRR pour toute sa gestion administrative. La double mission du directeur général de la CDC, président du directoire, est une source d'ambiguïtés. Elle aurait dû être contrebalancée par le développement de la fonction d'audit par le conseil de surveillance, tâche que le comité d'audit et des comptes, composé de quatre membres du conseil de surveillance, n'a pas assumée, cet organe ayant limité son rôle à l'examen des comptes et à la sélection des commissaires aux comptes. Le directoire a eu, certes, recours à des consultants extérieurs mais ceux-ci ne peuvent

---

<sup>101</sup> Le FRR est placé sous la double tutelle des ministres chargés de l'économie et de la sécurité sociale.

jouer le même rôle au sein d'un établissement qu'un comité d'audit interne.

En outre, la crise financière a entraîné un nouvel équilibre dans l'exercice des responsabilités entre les deux organes dirigeants. Le conseil de surveillance qui définissait l'allocation stratégique des fonds, tous les trois ans, est désormais associé, via un comité stratégique d'investissement où siègent plusieurs de ses membres avec les membres du directoire, à des décisions trimestrielles d'investissement. Ce comité stratégique s'est prononcé, en septembre 2009, contre la proposition du directoire de ne pas augmenter la part des « actifs de performance » dans le portefeuille du Fonds, et le directoire a fini par se conformer à cet avis. Cette situation, si elle devait se reproduire, conduirait à une modification significative de la gouvernance du FRR. Un partage des rôles assez clairement établi serait remplacé par une coresponsabilité de fait sur la politique financière du Fonds, avec un risque de dilution des responsabilités du directoire.

## **2 - Une gestion administrative d'une qualité insuffisante et coûteuse**

La gestion administrative du FRR par la Caisse des dépôts, mise en place par la loi du 17 juillet 2001, est perfectible, tant du point de vue de sa qualité que de la transparence des coûts.

Un décret du 19 décembre 2001 et les conventions annuelles signées entre le FRR et la CDC ont mis en œuvre une conception extensive de la gestion administrative, puisque celle-ci comprend également la conservation et la gestion des titres financiers. Ce choix a permis de ne pas créer une structure redondante avec des activités que la Caisse était susceptible de prendre en charge. Le FRR compte ainsi 55 emplois dont 9 seulement sont des recrutements directs, les 46 autres étant des personnels de la Caisse mis à disposition. Ce dimensionnement correspond à la moyenne observée pour des organes similaires.

Toutefois, ce dispositif a rendu le FRR tributaire du fonctionnement des services de la Caisse. Or les prestations de la direction des back office (DBO) se sont révélées d'une qualité insuffisante, faisant courir un risque opérationnel non négligeable au Fonds. Les contrôles effectués par l'agence comptable<sup>102</sup> ont souligné que la traduction comptable des opérations était fréquemment erronée, notamment pour les produits complexes (produits dérivés ou « swaps de

---

<sup>102</sup> Le FRR, établissement public administratif, est doté d'un comptable public.

taux »). Un incident intervenu en 2009<sup>103</sup> a entraîné le report de l'arrêté des comptes semestriels par le conseil de surveillance. Même si les contrôles nécessaires pour en éviter la répétition ont été mis en place, il a néanmoins révélé une fragilité en matière comptable et rend nécessaire un renforcement du contrôle interne comptable de deuxième et troisième niveaux.

En outre, l'objectif de maîtrise des coûts, qui était associé à l'adossement à la CDC, n'a pas été réellement atteint. Les prestations de la Caisse en matière de conservation et administration des titres, qui ont représenté 11,8 M€ en 2009, avec une prévision de 13,5 M€ en 2010, se situent, selon les références des cabinets de conseil sollicités par le Fonds, entre 2,6 points de base et 0,6 points de base<sup>104</sup> au dessus des moyennes constatées pour des organismes similaires.

Le FRR doit, de plus, payer à la CDC des charges indirectes qui ont augmenté de 68 % entre 2004 et 2007. Ces charges « mutualisables » concernent des prestations réellement utilisées par l'établissement comme les fluides ou l'entretien des bâtiments et d'autres qui ne le sont pas comme certains services de logistique. Les tutelles du FRR ont été conduites à demander un plafonnement de ces charges indirectes mais il conviendrait qu'à l'avenir, les bases de tarification des prestations de la CDC fussent clarifiées.

L'implantation immobilière du FRR, des locaux loués par la CDC et mis à disposition du Fonds contre remboursement, doit, enfin, faire l'objet, d'une réflexion rendue nécessaire par la revente du bâtiment par le bailleur actuel. Le coût total d'occupation pour le FRR est aujourd'hui élevé en raison de son implantation dans l'un des quartiers les plus chers de Paris.

### **3 - Une réflexion à conduire sur le degré d'externalisation des activités du FRR et sur son statut**

La loi du 17 juillet 2001 a fait obligation au FRR de réaliser ses investissements par l'intermédiaire de sociétés mandataires. L'établissement a donc sélectionné, entre 2004 et 2005, 37 sociétés financières. Les mandataires sont, actuellement, au nombre de 41<sup>105</sup>, chiffre qui paraît élevé pour le niveau actuel des actifs et qui devra, en

---

<sup>103</sup> 311 anomalies non identifiées par les équipes de la CDC et par celles du FRR ont été découvertes à la suite d'une interrogation d'une société de gestion.

<sup>104</sup> Un point de base = un centième de %.

<sup>105</sup> Les sociétés de gestion sélectionnées sont, pour une part, des filiales des grandes banques françaises et européennes, et pour une part, des sociétés financières anglo-saxonnes, notamment pour le portefeuille hors zone euro.

tout état de cause, être réduit avec la transformation prévisible du portefeuille du Fonds. Celui-ci a retenu l'option de mandats spécialisés dans lesquels chaque gestionnaire gère une classe d'actifs, voire une sous classe d'actifs, ce qui permet de suivre plus facilement l'activité des gérants.

Les commissions de gestion qui assurent la rémunération des gérants représentent le poste de dépenses le plus important, 40 M€<sup>106</sup> environ en moyenne annuelle. Le cabinet de conseil qui a effectué des comparaisons, à la demande du FRR, avec des fonds similaires, a chiffré le coût supplémentaire de l'externalisation de la gestion entre 1,8 et 2,5 points de base du montant des produits financiers, par rapport à une gestion totalement internalisée. Il a également constaté que les commissions de gestion versées par le FRR n'étaient pas plus élevées que la moyenne, à niveau de prestations comparables. Toutefois, le FRR a privilégié jusqu'à la crise financière les mandats de gestion active sur les mandats de gestion passive à hauteur de 60 % à 70 % durant la période, contre 49 % pour les fonds comparables. Cette option a été coûteuse, les mandats actifs étant rémunérés à hauteur de 18 points de base contre 3,6 points de base pour les mandats passifs.

Le FRR a progressivement diminué, à partir de 2009, la part de ses mandats de gestion active qui représentent encore néanmoins 40 % du portefeuille. Il commence seulement à mettre en place des formules de rémunération des mandats avec une indexation des commissions de gestion sur la performance : en 2009, seuls 14 % des encours du FRR étaient concernés. Si le Fonds garde une gestion externalisée de ses actifs, il convient qu'il généralise rapidement ce mode de rémunération.

Toutefois, le nouveau contexte devrait conduire à réexaminer les modes d'intervention du FRR. Les solutions envisageables nécessitent, pour la plupart, une modification législative puisque la gestion déléguée comme le statut d'établissement public du Fonds résultent des dispositions de la loi du 17 juillet 2001.

Le FRR pourrait combiner un mode de gestion externalisée, pour la partie de son portefeuille concernée par les « actifs de performance », avec une gestion directe pour les produits moins exposés. Ce scénario présenterait l'inconvénient de ne diminuer que faiblement le niveau des commissions financières tout en obligeant le FRR à recruter pour gérer efficacement son portefeuille obligataire.

---

<sup>106</sup> Ce chiffre varie d'une année sur l'autre en fonction de l'ampleur et de la composition du portefeuille. Il n'a été que de 30 M€ en 2009, en raison notamment de la baisse de la valeur des actifs du Fonds.

Une solution plus radicale consisterait à internaliser totalement la gestion financière du FRR. Cette transformation de la mission confiée au FRR aurait un coût : elle exigerait le recrutement de techniciens de la finance de bon niveau dont la rémunération serait nécessairement élevée ; elle supposerait un enrichissement des outils informatiques. Ces coûts supplémentaires ne devraient pas atteindre le montant de 40 M€, niveau actuel des commissions financières. Si cette solution était envisagée, une modification du statut du Fonds devrait être engagée. Le choix de faire gérer un portefeuille financier de plus de 30 Md€ dans le cadre d'un établissement public administratif était déjà discutable. Une gestion internalisée nécessiterait une autonomie dans le recrutement des personnels, la détermination des procédures et les orientations budgétaires, que ne possède pas le FRR. La transformation de celui-ci en société anonyme pourrait être étudiée. Le problème principal rencontré pour la mise en œuvre de cette hypothèse serait probablement la difficulté à recruter des compétences d'un niveau suffisant, dans le contexte d'une extinction progressive du FRR.

Une troisième solution consisterait à confier à la Caisse des dépôts tout ou partie de la gestion financière des actifs concernés. La CDC pourrait, dans le cadre d'une convention de services, gérer l'ensemble du portefeuille ou, dans un premier temps, le seul portefeuille obligataire<sup>107</sup>, le FRR recourant à quelques sociétés de gestion pour ses actions, notamment dans les pays émergents. Cette hypothèse entraînerait une modification de la gouvernance, le directeur général de la CDC ne devant plus alors continuer à présider le directoire pour éviter toute situation de conflit d'intérêt.

---

<sup>107</sup> Le portefeuille du FRR pourrait être géré par la direction des Fonds d'épargne afin de séparer ces actifs de la gestion des activités propres de la CDC.

---

**CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS**

---

*Doté par l'Etat de montants très inférieurs aux ambitions initiales, ayant perdu la totalité de ses produits financiers en décembre 2008 et n'ayant toujours pas retrouvé une rentabilité supérieure au coût pour l'Etat de l'immobilisation des dotations consenties depuis l'origine, le FRR court aujourd'hui le risque de ne remplir aucune des fonctions qui avaient justifié sa création. Le raccourcissement de son horizon de passif altère, en effet, ses chances de retrouver une performance satisfaisante.*

*Par ailleurs, la fin programmée du fonds pour 2024 supprime des ressources qu'il était apparu nécessaire de préserver en raison des déficits prévisibles des régimes de retraite après 2020.*

*Le risque existe que la première expérience de mise en réserve de ressources au service des régimes de retraite, incarnée par le FRR, soit un échec. Il peut cependant trouver les moyens de rester un instrument utile et flexible. Deux conditions sont nécessaires. L'une concerne la qualité de l'arbitrage entre la sécurisation des actifs, nécessaire pour honorer les versements à la CADES, et la capacité à profiter des hausses éventuelles des marchés financiers. La deuxième dépend de l'Etat. S'il maintient pour les années ultérieures le parti qu'il a pris dans la loi de financement pour la sécurité sociale pour 2011, il convient, à tout le moins, d'éviter une hausse du montant ou une accélération des rythmes de versement à la CADES qui ne pourraient qu'aggraver une situation déjà compromise.*

*Outre ces orientations générales, la Cour recommande de :*

*- préserver, s'agissant de l'Etat, un cadre permettant au FRR de gérer son portefeuille avec un horizon de passif stabilisé ;*

*- mettre à l'étude la possibilité, pour le FRR, de remettre en cause l'obligation d'externaliser la gestion financière de son portefeuille et celle visant à confier à la Caisse des dépôts tout ou partie de la gestion financière des actifs concernés ;*

*- examiner les conséquences de cette réorganisation sur le statut de l'établissement et sur ses modes de gouvernance ;*

*- poursuivre l'amélioration de la gestion interne, notamment en matière comptable.*

---

**REPONSE CONJOINTE DU MINISTRE DE L'ECONOMIE, DES  
FINANCES ET DE L'INDUSTRIE, DU MINISTRE DU TRAVAIL DE  
L'EMPLOI ET DE LA SANTE ET DU MINISTRE DU BUDGET, DES  
COMPTES PUBLICS, DE LA FONCTION PUBLIQUE ET DE LA  
REFORME DE L'ETAT, PORTE-PAROLE DU GOUVERNEMENT**

*Nous vous remercions de nous avoir transmis, par courrier en date du 10 décembre dernier, le projet d'insertion sur le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) destiné à figurer dans le rapport public annuel de la Cour. Ce projet appelle les remarques suivantes de notre part.*

*1/ L'analyse de la Cour nous semble souffrir de l'absence de lien opéré entre la réorientation du fonds de réserve des retraites et la réforme des retraites.*

*La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 prévoit le transfert d'une partie des actifs du FRR à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) en vue de l'amortissement des déficits vieillesse du régime général et du Fonds de solidarité vieillesse (FSV) des exercices 2011 à 2018. Ce choix ne peut être appréhendé hors du cadre plus général de la réforme des retraites. Loin de nuire à la réalisation de réformes structurelles, l'activation de la phase de versement du FRR a au contraire permis le bouclage financier d'une réforme permettant le retour à l'équilibre des régimes de retraite à compter de 2018, contre un déficit annuel supérieur à 40 Mds d'euros en l'absence de réforme.*

*Aussi, il n'apparaît pas opportun de prétendre que le rôle du FRR est réduit à celui de «pourvoyeur annuel de ressources pour la CADES». Sa mission initiale n'est pas dénaturée : ses décaissements contribuent bien à la pérennité des régimes de retraite, et participent de l'équité intergénérationnelle en réduisant le coût de la dette pour les générations futures, dans l'attente du retour à l'équilibre prévu en 2018 du système de répartition.*

*L'utilisation dès à présent des actifs du Fonds est par ailleurs pleinement cohérente avec ce qui peut être observé à l'étranger. Dans les pays où existent des fonds dédiés au financement des retraites, la mission de mise en réserve ne s'exerce qu'à la condition que les régimes soient en excédent. La situation française apparaissait originale en ce sens que le FRR continuait d'accumuler des réserves alors que les régimes de retraite étaient confrontés à des déficits importants depuis 2005.*

*2/ Concernant les décisions relatives à l'allocation des actifs du Fonds*

*Grâce notamment à une politique d'allocation relativement stable, le FRR peut afficher, depuis sa création, une performance moyenne annuelle honorable au regard des conditions de marché très difficiles sur cette période et des résultats des autres acteurs comparables. Les critiques de la Cour relatives à la qualité de la stratégie de gestion nous semblent dès lors assez largement infondées.*

*Par exemple, plutôt que de considérer les investissements en actions comme trop tardifs car se faisant à un niveau de cours trop élevés, il nous semble pertinent de louer la stabilité de la politique de gestion du FRR et l'absence d'à-coups. Le maintien d'une part d'actifs de performance a ainsi permis d'absorber en 2009 une grande partie des pertes subies en 2008.*

*Les critiques sur le manque de réactivité semblent quant à elles assez marquées alors que l'allocation des actifs du Fonds a fait l'objet d'adaptations au cours de l'année 2008, face aux développements de la crise financière. Certes, ces mouvements peuvent parfois s'être faits avec retard, mais cela traduit à notre sens la difficulté intrinsèque d'anticipation des évolutions de marché, dans un contexte de crise exceptionnelle, plus que d'éventuels défauts de gouvernance.*

*Par ailleurs, la mention d'un engagement étatique insuffisant apparaît contestable. Il convient en premier lieu de ne pas omettre qu'un choix politique fort a été fait au moment de la création du FRR, celui de confier des responsabilités de gouvernance aux parlementaires et aux partenaires sociaux. Le rôle de tutelle s'est inscrit dans le respect de ce cadre : une forte disponibilité des services des ministères économiques, financiers et sociaux pour dialoguer avec le FRR et l'accompagner, et pour être aux côtés, et non pas en substitution, des parlementaires et des partenaires sociaux avec lesquels le législateur a partagé la responsabilité du Fonds. Du reste, l'Etat tient à souligner l'implication responsable des partenaires sociaux dans le pilotage stratégique du FRR et dans le fonctionnement de son conseil de surveillance.*

*Par ailleurs, les critiques portant sur la prise de risque excessive qui résulterait du manque de clarté, jusqu'en 2010, des modalités de décaissements du FRR n'appréhendent pas correctement la réalité. En effet, quelles que soient les modalités de décaissements qui étaient retenues à compter de 2020, l'horizon d'investissement de long terme (supérieur à 15 ans) justifiait la mise en place d'un portefeuille comportant une grande part d'actifs de performance.*

*Enfin, l'utilisation anticipée des actifs du FRR n'est pas contradictoire avec l'obtention, au final, d'une performance annualisée supérieure au taux de financement des administrations publiques sur la période. Contrairement à ce qui est indiqué dans le rapport de la Cour, il n'y aura aucune altération mécanique de la rentabilité du Fonds par les versements annuels à la*

*CADES, qui concourent au financement du système de retraite dans le cadre des objectifs précisés par la loi pour le FRR.*

*3/ Concernant les modalités de gestion des actifs du FRR*

*Les choix faits récemment par le FRR, avec le soutien des tutelles, permettent d'ores et déjà de réduire les coûts associés à la gestion active. Le Fonds a en effet entrepris de diminuer sensiblement la part des actifs confiés à des gérants de mandats actifs. En outre, les modalités de versement des commissions de performance ont été revues afin de davantage encadrer les résultats des gestionnaires : elles ne sont plus versées en intégralité en fin d'exercice, mais en plusieurs fois tout au long du mandat, pour tenir compte de la performance des gestionnaires dans la durée. Le FRR se réserve également la possibilité de mettre fin à sa collaboration avec un gestionnaire de mandat si les performances de celui-ci s'avèrent décevantes. Ces évolutions ont permis de réduire les coûts fixes de gestion de 40% entre 2007 et 2010, en profitant du faible niveau des frais de gestion passive (environ 2 points de base).*

*Il convient par ailleurs de ne pas surestimer le gain budgétaire à attendre d'une opération d'internalisation de la gestion. Au-delà même des recrutements à organiser et des outils à acquérir, l'abandon de toute externalisation ne devrait pas avoir pour effet d'éteindre la totalité des frais de gestion financière observés aujourd'hui, et en particulier de limiter les coûts induits supplémentaires aux 2 points de base mentionnés ci-dessus. Confier à la Caisse des dépôts tout ou partie de la gestion financière des actifs concernés n'irait pas non plus nécessairement dans le sens d'une réduction des coûts de gestion des actifs du FRR. Une telle activité génèrerait en effet des charges supplémentaires pour la Caisse, qu'elle devrait facturer au Fonds.*

*En revanche, nous partageons les préconisations de la Cour quant à la clarification des prestations de gestion administrative confiée à la Caisse des dépôts et Consignations, notamment par l'apport de précisions sur les bases de tarification des différentes prestations. Cela semblerait d'autant plus utile si les prestations de la CDC en matière de conservation et d'administration des titres se situaient, comme l'indique la Cour, au-dessus des moyennes constatées pour des organismes similaires.*

---

### **REPONSE DU PRESIDENT DU DIRECTOIRE DU FRR**

*Le projet d'insertion au rapport public annuel de la Cour des comptes relatif au bilan et aux perspectives de la gestion du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) appelle de ma part les observations suivantes.*

#### *Bilan de la gestion du FRR*

*L'appréciation portée par la Cour sur la gestion financière du FRR mérite d'être nuancée à plusieurs titres.*

##### *1.1. Le caractère central de l'horizon d'investissement de long terme*

*La performance annualisée nette de frais s'élève, pour la période comprise entre juin 2004 et la fin de l'année 2010, à 3,1% alors que le coût des emprunts de l'Etat a représenté en moyenne 3,45%. Ce constat objectif ne peut à lui seul conduire à qualifier la gestion financière de décevante. Une durée de 6 ans comprenant une période de montée en charge et une crise financière majeure<sup>108</sup> est trop courte pour qualifier la performance d'un investisseur de long terme disposant, au moment où il a élaboré ses différentes allocations stratégiques, d'un horizon d'investissement de plus de 30 ans. La Cour n'ignore pas cette réalité dans son rapport mais je considère qu'il s'agit d'un point central.*

##### *1.2. La part relative des actifs de performance*

*En l'absence de passif fixé par l'Etat, le Directoire a pris l'initiative d'en définir un dès 2003<sup>109</sup>. Le Conseil de surveillance<sup>110</sup> a approuvé à l'unanimité, y compris par les représentants de l'Etat, ces hypothèses de passif financier et d'horizon d'investissement. Sur la base de ces éléments, techniques indispensables, les travaux d'optimisation financière réalisés par les services du FRR ont conduit à définir trois allocations d'actifs successives accordant une part majoritaire aux actions et, plus généralement, aux actifs les plus susceptibles d'apporter une performance à long terme.*

*Cette forte exposition aux actifs comportant un niveau élevé de risque de marché ne résulte donc pas d'une inclination des dirigeants du FRR à prendre des risques mais de la mise en œuvre d'un mode de gestion très classique dans le champ de la gestion d'actifs et cohérent avec le passif de long terme défini par les instances du FRR.*

---

<sup>108</sup> La plus grave depuis celle de 1929 en termes d'impact sur les marchés boursiers.

<sup>109</sup> Le passif arrêté en 2003 représentait 11 versements annuels entre 2020 et 2030. Celui-ci a été allongé en 2006 à 21 versements entre 2020 et 2040, puis confirmé en 2009

<sup>110</sup> La loi charge le Conseil de surveillance de définir les orientations générales de la politique de placement du FRR.

### *1.3. La longueur du processus d'investissement initial*

*Les remarques portant sur la lenteur du processus d'investissement initial ne tiennent pas compte de l'importance cruciale que revêtait l'organisation du premier appel d'offres lancé par le FRR et de son ampleur. Cet appel d'offres, qui était le plus important jamais réalisé en une seule fois dans le monde de la gestion financière, portait sur un montant d'actifs de 16 milliards d'euros et la délégation de 38 mandats. Il a suscité une grande visibilité internationale et un intérêt exceptionnel de la part des sociétés de gestion<sup>111</sup>. La diversité des classes d'actifs concernées, la spécificité du cadre juridique qui était le sien (code des marchés publics français) par rapport aux usages de l'industrie financière et les risques opérationnels lourds qui caractérisent la conduite de ce type de processus méritaient une gestion méticuleuse de cette première vague d'investissement.*

*Pour parfaire la bonne compréhension des enjeux de cet appel d'offres, j'ajoute que les choix techniques réalisés par le FRR (structures de portefeuille uniquement fondée sur des mandats spécialisés, recours à un gestionnaire de transition, mandat confié à un gestionnaire « chapeau »<sup>112</sup> pour mettre en œuvre les décisions d'allocation tactique du Directoire, importance conférée aux aspects opérationnels dans la gestion des mandats...) ont constitué des innovations reconnues tant en France que sur le plan international.*

*Compte-tenu de ces éléments objectifs, le délai de déroulement du processus de 11 mois (entre fin juillet 2003 et fin juin 2004) est parfaitement normal. A titre de comparaison, l'appel d'offres réalisé par le Fonds de réserve irlandais, 18 mois auparavant, s'était également déroulé sur 11 mois alors même qu'il ne portait que sur 7 classes d'actifs (12 pour le FRR) et sur 15 mandats (38 pour le FRR).*

*Dans le sillage de cette opération de sélection des gestionnaires, le FRR a organisé la montée en charge des investissements vers les poids d'actifs de l'allocation stratégique définie par le CS. Ces investissements se sont étalés sur environ une année dans le but de lisser les points d'entrée et d'amoindrir les coûts de transactions.<sup>113</sup> Même s'il est exact que cette année de montée en charge a pu représenter un coût d'opportunité dans un contexte de marchés actions très haussiers, il faut relativiser ce coût virtuel.*

*En premier il aurait été techniquement très difficile d'aller plus vite (nécessité d'ouverture de comptes avec les gestionnaires, de délais investissements n'impactant pas trop les marchés, etc.). Mais surtout un investissement réalisé sans délai aurait constitué un pari très fort sur une*

---

<sup>111</sup> 300 dossiers en première phase de sélection des candidats.

<sup>112</sup> Gestionnaire dit « Overlay »

<sup>113</sup> Fn février 2005 par exemple le fonds avait un actif de 19,6 Md€ et était investi à 40% en actions pour une cible finale à 55%.

*situation de marché à un moment donné, contradictoire une fois encore avec la perspective de long terme du FRR qui requiert un lissage des points d'entrée.*

*Malgré cela, le FRR avait recherché les voies et moyens d'une exposition plus rapide aux marchés action à travers un dispositif de type optionnel. Cette perspective, présentée aux administrations de tutelle et au Conseil de surveillance, a toutefois été abandonnée car les règles législatives et réglementaires qui encadrent les modalités d'investissement du FRR ne lui permettaient pas, même dans l'attente de la conclusion de l'appel d'offres, de gérer directement des instruments financiers.*

*Le FRR a donc bien optimisé les délais et modalités d'investissement dans le cadre juridique qui lui était imposé après avoir exploré toutes les solutions financièrement possibles. Ce résultat est à porter au crédit d'une organisation nouvelle dont c'était la première expérience en la matière.*

#### *1.4. La gestion de la crise financière*

*La Cour considère que le FRR a fait montre d'une réactivité insuffisante pendant la crise. Cette appréciation doit être replacée dans son contexte.*

*Il convient tout d'abord de souligner que le déroulement de la crise n'a pas été linéaire et que les points hauts des marchés ont été enregistrés à la fin de l'année 2007 tandis qu'un fort rebond s'est manifesté au cours des mois d'avril et mai 2008.*

*En outre, les responsables gouvernementaux, les banquiers centraux et les dirigeants des organisations financières internationales s'attachaient à délivrer des messages rassurants. A titre d'illustration, il convient de rappeler que la Banque centrale européenne avait relevé son taux d'intérêt directeur de 25 points de base le 1<sup>er</sup> juillet 2008 par crainte d'une reprise de l'inflation.*

*Par ailleurs, tous les modèles de calcul des risques financiers ont sous-estimé les risques car ils fournissent, par construction, des résultats à l'intérieur d'un intervalle de confiance (le plus souvent de 95%) qui relativise les risques extrêmes<sup>114</sup>.*

*Enfin, le Conseil de surveillance du FRR a constamment affirmé l'identité d'investisseur de long terme du FRR. Cela l'a conduit à prendre*

---

<sup>114</sup> A la lumière de ce constat, le Directoire considère qu'il convient désormais de compléter les informations fournies par ces outils par des scénarii dits « de stress » (impact de l'inflation, de la déflation ou de violents mouvements de change sur la valeur du portefeuille par exemple). Cette orientation a été mise en œuvre pour définir la nouvelle allocation stratégique en décembre 2010.

*clairement position, dès la première allocation d'actifs, sur la différence de nature entre le risque de long terme et le risque de court terme.*

*A long terme, le Conseil a adopté des allocations stratégiques présentant certes des niveaux élevés d'actions mais construites sur la base d'indicateurs à long terme garantissant que le capital serait préservé dans la plupart des éventualités défavorables (99% des cas).*

*En ce qui concerne le court terme, le Conseil a décidé d'assumer explicitement l'éventualité de pertes importantes sans juger opportun de mettre en place des dispositifs de couverture du portefeuille qui auraient eu un coût non négligeable et auraient également pesé sur la performance.*

*Ainsi, le FRR s'est toujours positionné comme un investisseur de long terme qui ne devait pas avoir un comportement « suiviste » dans sa politique d'investissement mais qui, au contraire, devait représenter un pôle de stabilité et une source de financement à long terme de l'économie.*

*De fait, au plus profond de la crise, en mars 2009, la performance annualisée du FRR était négative<sup>115</sup> (-2,1%) alors qu'elle est aujourd'hui positive à hauteur de 3% en raison d'un mouvement de retour vers la moyenne de long terme des valorisations de marché. De même, le montant des actifs, qui était de moins de 25 milliards d'euros en mars 2009, s'élève désormais à près de 37 milliards d'euros. Compte-tenu d'un montant d'abondements de 3,5 milliards d'euros pendant ces deux dernières années, la performance du FRR a permis de regagner 8,5 milliards.*

#### *1.5 Le choix entre gestion active et gestion passive*

*La Cour soulève à bon droit la question des mérites respectifs de la gestion active et de la gestion passive. Il s'agit d'un point très important et complexe qui mérite que l'on prenne en compte l'ensemble des paramètres de choix entre ces deux approches de la gestion.*

*Le FRR a mis en œuvre deux grandes catégories de gestion active dont le bilan d'ensemble est très positif.*

*D'une part, la gestion tactique interne réalisée dans le cadre du mandat « Overlay » entre septembre 2005 et novembre 2008 s'est traduite par un gain net de frais de 705 millions d'euros (soit 79 points de base par an).*

*D'autre part, les mandats de gestion active ont permis de dégager une surperformance cumulée nette de frais de 145 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2010.*

---

<sup>115</sup> A titre d'illustration, l'indice CAC 40 avait à cette date subi une baisse de -59% depuis son point haut.

*Ce second aspect de la gestion active peut sembler plus modeste, mais il a apporté une contribution à l'amélioration de la performance nette de frais du FRR. Ce constat conduit à relativiser la critique du coût élevé de la gestion active.*

*Pour faire une juste appréciation des mérites respectifs des deux grands types de gestion des mandats, il importe en effet de prendre en compte les éléments suivants :*

*la gestion active est effectivement plus coûteuse que la gestion passive en termes de commissions de gestion financière et la performance des gérants est inégale. Toutefois, dans un contexte de forte volatilité des marchés, la capacité de réaction des gérants peut apporter un surcroît de performance non négligeable ;*

*La gestion passive est moins coûteuse en termes de commissions de gestion, mais plus coûteuse en termes de coûts de transaction et de conservation (plus grand nombre de titres en portefeuille et nombre élevé de mouvements d'achat et de vente en raison des fluctuations des marchés). Au-delà de la question des coûts, force est de constater que la plupart des indices sont définis sur la base de la capitalisation boursière des titres et suivent la tendance des marchés (achats de titres à la hausse et vente de titres à la baisse). Les portefeuilles passifs sont donc gérés sans diagnostic ni analyse des titres en portefeuille, du contexte macro économique ou du niveau de risque absolu. Dès lors, les deux approches comportent des risques de nature très différente.*

*Compte-tenu de ces éléments de réflexion, le FRR a adapté ses processus de gestion pour :*

*- conserver une place significative bien que minoritaire (entre 40 et 45% du total des actifs gérés contre 70% en 2004) aux mandats de gestion active compte-tenu de leur intérêt en termes de gestion des risques de marché et de performance ;*

*- généraliser les modes de rémunération à la performance pluriannuelle dans le cadre de ce type de mandat ;*

*- faire le choix, dans un certain nombre de cas, d'indices qui ne soient plus fondés sur la capitalisation boursière des titres mais sur des critères fondamentaux.*

*\**

*Le FRR a ainsi mis en œuvre une politique d'investissement cohérente avec son statut d'investisseur de long terme sans prendre de risques excessifs. Sa performance a été affectée par une crise financière d'une dimension exceptionnelle. Pourtant, même après cette crise majeure, le FRR*

a dégagé un surplus de valeur de 4,8 milliards d'euros en 6 ans<sup>116</sup> par rapport au montant des abondements reçus. Sa performance annualisée depuis mi- 2004 (3,1% à date du 7 janvier 2011) se situe à un niveau tout à fait comparable avec celles de ses pairs étrangers qui ont eu la même politique d'investissement. Enfin, comme la Cour l'a souligné, le FRR a investi l'argent public qui lui a été confié dans des instruments financiers classiques sans jamais s'exposer à des produits financiers dont il n'aurait pas été en mesure d'évaluer les perspectives de rendement et les risques associés.

\*

*Perspectives d'évolution dans le nouveau contexte créé par la réforme des retraites*

*2.1. Le changement de nature résultant de la réforme des retraites*

*Le FRR est désormais doté d'un passif clair : 14 versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) entre 2011 et 2024 auxquels s'ajoute le versement à la Caisse nationale d'assurance vieillesse (CNAV) en 2020 de la quote-part (3,060 milliards d'euros augmentée d'une participation aux résultats de la gestion financière) de la soule de la caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG).*

*Le FRR a un horizon de gestion de 14 ans qui doit permettre de satisfaire la double exigence posée par les pouvoirs publics d'assurer la sécurité du versement des passifs et la recherche d'une performance additionnelle grâce à une part encore significative d'actifs de performance.*

*Le Directoire du FRR partage pleinement l'analyse de la Cour concluant à la nécessité de stabiliser cet horizon d'investissement et le montant des versements à opérer auprès de la CADES. Cette nécessité conditionne à la fois la gestion sécurisée des passifs et l'espérance de performance du FRR.*

*Dans le nouveau contexte créé par la réforme des retraites, la gestion financière est d'abord et avant tout dirigée par le passif. La prise de risques nécessaire à la recherche de la performance doit dès lors être très précisément encadrée. C'est pourquoi, le critère principal de suivi et de gestion du risque financier sera le ratio de financement qui exprime le rapport entre la valeur de marché des actifs et la valeur actualisée des passifs.*

*L'exigence de sécurité pèsera très logiquement sur la performance globale du portefeuille. C'est pourquoi l'espérance de rendement additionnel*

---

<sup>116</sup> Dont 850 millions d'euros résultant de la gestion tactique mise en œuvre au sein du FRR et de la performance nette des mandats de gestion active, soit 18% de la performance totale du FRR.

reposera désormais principalement sur les actifs de performance qui, au démarrage de la nouvelle gestion, représentent 39% du portefeuille. Parmi les investisseurs institutionnels, ce niveau est important et représente donc un enjeu majeur de gestion financière.

2.2. La nouvelle allocation stratégique adoptée par le Conseil de surveillance le 13 décembre 2010.

Dès le mois de juillet, le Conseil de surveillance avait décidé de diminuer le niveau d'exposition du portefeuille du FRR au risque de marché en abaissant la part des actifs de performance de 53% à 40% du total des actifs. Compte-tenu de la bonne performance des marchés actions depuis l'été dernier, cette part a augmenté pour atteindre 43% au mois de novembre avant d'être ramenée à 40% après l'adoption du PLFSS fin novembre.

La nouvelle allocation stratégique adoptée par le Conseil de surveillance, sur proposition du Directoire, le 13 décembre 2010 s'inscrit dans la perspective d'une gestion globale des risques du portefeuille.

En premier lieu, le FRR a fait le choix d'investir dans des actifs obligataires diversifiés (Obligations assimilables du Trésor, autres obligations gouvernementales des pays développés et obligations d'entreprises bien notées) à hauteur de 61% de son portefeuille pour couvrir rapidement 83% de la valeur actualisée des passifs. L'éventualité d'adosser d'emblée la totalité des passifs en investissant dans des obligations gouvernementales notées AAA a été écartée par le Conseil de surveillance compte-tenu du prix très élevé d'acquisition de ces obligations.

En second lieu, le FRR investira dans des actifs de performance très diversifiés (actions, obligations gouvernementales des pays émergents, obligations à haut rendement, matières premières non agricoles, immobilier coté). Les investissements représentatifs d'une exposition à la croissance économique des pays émergents seront renforcés (un tiers du total hors matières premières et hors immobilier) : ils seront eux-mêmes diversifiés (obligations gouvernementales, actions de sociétés des pays émergents et, pour une part substantielle, actions de sociétés des pays développés dont les perspectives de rentabilité dépendent de la croissance de ces pays).

Enfin, la mesure et la gestion des risques financiers ont fait l'objet d'une attention soutenue. Un « stress test » très exigeant a tout d'abord été appliqué pour définir le poids de départ des grandes classes d'actifs au sein du portefeuille. Ce « stress test » retient une hypothèse de baisse de la valeur de la poche de performance de 66%<sup>117</sup>, soit un niveau supérieur à celui observé pendant la crise.

---

<sup>117</sup> Dont 45% au titre des marchés actions (pour les sociétés d'assurance, le régulateur a retenu une hypothèse de baisse de 39% de ces marchés) et 21% au titre du risque

*Le ratio de financement, qui permet de mesurer la capacité à honorer les engagements figurant au passif à partir de la valeur des actifs, aujourd'hui de 137%, serait de 104% après l'application du scénario extrême représenté par ce « stress test » sur la valeur des actifs.*

### *2.3. Les points d'amélioration de la gestion*

*La Cour a exprimé des observations sur la gouvernance et sur la gestion administrative du FRR. Elle a également proposé d'engager une réflexion sur le degré d'externalisation de la gestion et le statut de l'établissement. Le Directoire concentrera ses observations sur les deux premiers points et se limitera à quelques remarques factuelles sur le troisième qui relève davantage de la responsabilité de l'Etat.*

#### *La gouvernance*

*La Cour estime que la création du comité stratégie investissement (CSI) a entraîné un nouvel équilibre entre le Conseil de surveillance et le Directoire, et donc un risque potentiel de dilution des responsabilités.*

*Avant la création de cette instance consultative, le Conseil de surveillance avait pris position sur la gestion des risques extrêmes en assumant, dès 2003, l'éventualité de pertes importantes à court terme dans le cadre de la définition des orientations générales de la politique de placement.*

*Créé en 2009, le CSI a répondu à une demande, partagée par le Conseil de surveillance et le Directoire, d'amélioration du dialogue entre les instances de gouvernance. La présence de deux experts reconnus a contribué à cette amélioration. Il s'agit donc d'un enrichissement de la qualité du processus de décision et non d'une confusion des responsabilités. Le Directoire a jugé au contraire qu'il était enrichissant pour lui de soumettre ses analyses techniques aux regards croisés du Conseil de Surveillance et d'experts financiers. Il a toujours été acquis que le Directoire était responsable en dernier ressort de la mise en œuvre de l'allocation stratégique.*

*Dans le cadre de la nouvelle allocation stratégique arrêtée le 13 décembre 2010, le rôle du CSI a au demeurant été précisé. Il se réunira deux fois par an à titre obligatoire et continuera d'émettre un avis sur les propositions d'allocations stratégiques. Il se réunira également dans deux hypothèses :*

*- à différents niveaux de seuils de baisse du ratio de financement pour formuler un avis sur les mesures correctives envisagées par le Directoire ;*

---

obligatoire, ce qui revient à considérer une situation de baisse simultanée de tous les marchés.

- à différents niveaux de seuils de hausse du ratio de financement afin de formuler un avis sur les propositions de cristallisation d'une partie des gains financiers constatés.

*La gestion administrative*

*La qualité des prestations*

*A titre liminaire, je tiens à souligner que la prestation de gestion administrative confiée à la Caisse des dépôts par le législateur a permis d'assurer un fonctionnement satisfaisant des domaines qui relèvent de cette gestion.*

*En outre, les comptes annuels du FRR ont toujours été certifiés sans réserve et les rapports détaillés des commissaires aux comptes retracent les différentes étapes de la construction progressive du dispositif de contrôle interne comptable.*

*L'incident opérationnel intervenu lors des travaux d'arrêté des comptes de juin 2009<sup>118</sup> a sensiblement retardé la parution de ces comptes intermédiaires donnant lieu à un rapport d'examen limité.*

*Un plan d'actions a été engagé dès la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 afin d'améliorer la qualité de la prestation servie par la Direction des Back Offices de la Caisse des Dépôts (DBO) au FRR. A cette fin, le Directoire et la DBO ont élaboré un contrat de service (SLA<sup>119</sup>) destiné à clarifier la chaîne de contrôles de la DBO et du FRR, d'une part, et de mesurer la qualité des prestations de la DBO au travers d'indicateurs étalonnés par rapport aux pratiques de marchés, d'autre part.*

*Une première version du contrat de service, abordant les processus les plus sensibles, a été produite pour la fin de l'année 2009. Le SLA a été actualisé à fin juin 2010 et les indicateurs de qualité font désormais l'objet d'une revue régulière chaque trimestre lors des réunions du Comité de pilotage FRR-DBO.*

*Le FRR a poursuivi la démarche de contrôle interne comptable qu'il avait engagée afin de renforcer l'articulation des contrôles réalisés par l'ensemble des acteurs - DBO, DIC<sup>120</sup>, Middle-office et agence comptable – et de concentrer ainsi les ressources sur les contrôles les plus pertinents en termes de gestion des risques opérationnels.*

---

<sup>118</sup> Incident limité à la comptabilisation de SWAPS : le caractère très contingenté de cet incident ne peut conduire à considérer que « la traduction comptable des opérations était fréquemment erronée » comme cela est écrit dans le 3<sup>ème</sup> paragraphe du point 2 du projet d'insertion.

<sup>119</sup> SLA - Service Level Agreement

<sup>120</sup> Direction des Investissements et de la Comptabilité de la direction des retraites : prestation CDC

*Enfin, le FRR a demandé à être étroitement associé aux évolutions touchant les systèmes d'information de la DBO afin d'être à même d'en apprécier les conséquences sur le dispositif de traitement et de contrôles de ses opérations.*

*Les commissaires aux comptes ont régulièrement indiqué, dans leurs rapports émis sur l'arrêté des comptes de l'exercice 2009 et sur l'examen limité des comptes du premier semestre 2010, que la trajectoire et le rythme de déroulement du plan d'actions visant à fiabiliser le processus d'arrêté des comptes du Fonds répondait à leurs attentes, en particulier s'agissant de la mise en œuvre du contrat de service signé entre le FRR et la DBO.*

#### *Les coûts*

*S'agissant des coûts du FRR et, plus particulièrement des coûts de la prestation de gestion administrative assurée par la CDC, je souhaite apporter quatre précisions complémentaires :*

*- les coûts du FRR représentent en moyenne chaque année moins de 0,19% (19 points de base) du montant des actifs gérés. Cette approche des coûts, classique dans le secteur de la gestion financière, s'est même située en-deçà de ce niveau ces deux dernières années : 15,6 points de base en 2009 et 16,2 points de base en 2010.*

*Les coûts globaux des prestations de conservation et d'administration de titres rendues par la DBO et son sous-traitant CACEIS demeurent plus élevés que le benchmark, mais les coûts unitaires ont observé un mouvement de baisse. La poursuite de cette baisse des coûts, exprimés en points de base, constitue un objectif de la convention d'objectifs, de moyens et de performance (COMP) conclue entre le FRR et la CDC.*

*La progression de 68% des charges indirectes facturées au FRR entre 2004 et 2007 est, pour partie, à mettre en relation avec l'augmentation concomitante des charges directes (frais informatiques, de personnel, frais généraux directs) sur une période correspondant à la forte montée en charge de l'activité opérationnelle du FRR (activation des mandats de gestion, consolidation des activités opérationnelles). Le FRR et les administrations de tutelle ont demandé à la CDC de plafonner ces «charges mutualisables» en maintenant constant, à 17%, le ratio «Charges indirectes / charges directes». Ce niveau est stable depuis 2004.*

*Force est de rappeler que le cadre juridique résultant de l'article R 135-28 du code de la sécurité sociale prévoit que « la Caisse des dépôts et consignations perçoit des frais de gestion à hauteur des dépenses exposées pour l'exercice de la mission qu'elle assure conformément à l'article R 135-24 (article définissant le périmètre de la gestion administrative). Ces frais sont à la charge du Fonds ». Ce cadre juridique défini par les pouvoirs publics n'est donc pas celui d'une relation client-fournisseur classique. Le Directoire a toutefois considéré qu'il était indispensable de mettre en œuvre*

une démarche qui, en pratique, s'inspire d'une telle relation pour rendre la gestion du FRR plus efficace, plus efficiente et plus économe.

Je souhaite également apporter un éclairage complémentaire à la Cour sur la réalité des coûts immobiliers. Le loyer facturé par la Caisse des dépôts au FRR est très inférieur à la moyenne du 7<sup>ème</sup> arrondissement. En 2009, il s'élevait à 281 euros par mètre carré contre une moyenne, hors taxes, de 500 euros par mètre carré pour le 7<sup>ème</sup> arrondissement.

Le tableau suivant rend compte des montants effectivement facturés et payés par le FRR au cours des exercices 2007 à 2009 :

	Réel 2007	Réel 2008	Réel 2009
m <sup>2</sup>	874	874	882
<u>Charges directes :</u>			
- Loyers	408 417	362 292	247 898
- Charges immobilières	249 852	256 822	252 691
Loyers €/m <sup>2</sup>	467	414	281
<u>Charges indirectes :</u>			
- Immobilier, logistique	267 917	226 630	256 445
TOTAL	926 186	845 744	757 034
Coût immobilier complet €/m <sup>2</sup>	1 060 €	968 €	858 €

La baisse tendancielle des charges immobilières tient essentiellement aux faits suivants :

Le FRR a fait un effort sur le volet immobilier, en gagnant en efficacité d'aménagement (2 personnes par bureaux à compter de 2008 ; création de plusieurs « open spaces »). En outre, ces 4 dernières années, la surface de bureaux et de salles de réunions a été stabilisée autour de 880 m<sup>2</sup> malgré la croissance des effectifs jusqu'à 2009 ;

De son côté, la CDC a progressivement réduit la part de son parc immobilier constituée de surfaces louées dans le 7<sup>ème</sup> arrondissement. Dès lors, le montant de la facturation des surfaces occupées par les services de la CDC et par le FRR, qui fait masse des locaux dont la CDC est propriétaire et des locaux qu'elle loue avant d'en répartir la charge à due proportion de la surface occupée par chacun d'entre eux, a diminué. Le FRR a ainsi commencé à bénéficier de cet effet de mutualisation des charges, dont les conséquences apparaîtront pleinement dans les chiffres 2010 et 2011.

Les charges immobilières indirectes sont quant à elles restées stables sur la période.

Le décalage entre ces chiffres, qui correspondent aux charges acquittées par le FRR et les coûts apparaissant dans les comptes résulte du

*fait que ces derniers intègrent des provisions pour charges à payer supérieures à la réalité des coûts constatés dans un délai d'un à deux ans.*

*Dans la mesure où le bail correspondant à l'immeuble occupé actuellement par le FRR arrive à échéance le 30 juin 2012, une première étude a été réalisée au cours du premier semestre 2010 mais le dossier a été provisoirement mis en sommeil dans l'attente de la publication de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011. La décision relative à la nouvelle localisation des services du FRR sera prise courant 2011.*

#### *L'externalisation de la gestion et le statut du FRR*

*A l'occasion de la réforme des retraites, les pouvoirs publics n'ont pas entendu modifier la gouvernance du FRR ni faire évoluer les modalités de sa gestion.*

*Le constat effectué par la Cour sur les coûts de la gestion délégué est exact mais n'est pas propre au FRR. En outre, les services du FRR ont fait montre d'un grand professionnalisme en matière d'organisation des appels d'offres et de sélection de gérants. Ce savoir faire permettra, au cours de l'année 2011, de procéder à l'important mouvement de redéfinition du portefeuille résultant de l'allocation stratégique. Indépendamment de l'appréciation susceptible d'être portée sur les mérites respectifs de la gestion directe et de la gestion déléguée, un changement complet de mode de gestion dans ce contexte aurait sans doute été prématuré.*

---

### **REPONSE DU PRESIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DU FRR**

*La période de temps - six ans - est manifestement trop courte pour pouvoir juger - fût - ce à titre intermédiaire - de la qualité de la gestion d'un investisseur de long terme dont l'horizon Initial était de plus de 30 ans et reste, même après la réforme décidée en 2010, supérieur à 20 ans. Si les résultats constatés à ce jour ne peuvent évidemment être qualifiés de satisfaisants dans l'absolu ils n'en sont pas moins proches du coût de la ressource (3,1% de performance annualisée nette de frais fin 2010 contre 3,45%) et ce, au lendemain de la crise financière la plus grave qui ait affecté les marchés depuis 80 ans.*

*La Cour souligne la nécessité pour l'Etat de préserver un cadre permettant au FRR de gérer son portefeuille avec un horizon de passif stabilisé. Il s'agit là en effet d'un élément déterminant pour l'avenir. Cette stabilité dans la définition du passif qui vient d'être fixé par le législateur est une condition indispensable pour que la collectivité nationale puisse bénéficier des fruits d'une gestion de long terme et que le FRR dégage ln fine, à travers la nouvelle allocation stratégique arrêtée en décembre 2010, un niveau de performance financier satisfaisant.*

---