PORTRAIT DE GROUPE

"GREAT EXPECTATIONS"

Réalisé par
Annick Masounave

Petite structure, grandes responsabilités, l'évolution à long terme du régime général des retraites est pour partie lié au succès d'un établissement peu connu du grand public : le Fonds de Réserve pour les Retraites.

Entrée du FRR, rue de Lille, à Paris.

Le déficit annoncé du régime général des retraites impliquera une augmentation des cotisations, assortie – ou non – d'une diminution des prestations. Le Fonds de Réserve pour les Retraites (*voir encadré*) a pour mission d'atténuer la charge financière supportée par la population active à partir de 2020.
Plusieurs pays européens, notamment les pays scandinaves, l'Irlande, ont mis en place des structures similaires. Cependant, contrairement à eux, le FRR est uniquement un fonds de lissage, dont l'action, transitoire, est appelée à cesser dès le rétablissement d'un équilibre démographique satisfaisant [1]. Une autre originalité du fonds : ses statuts lui interdisent toute gestion directe des avoirs qui lui sont confiés. Cela fait de lui un des grands donneurs d'ordre des *asset managers* européens et mondiaux. *"Nous souffrons d'un réel déficit de notoriété auprès du grand public, mais tous les commerciaux des gestionnaires d'actifs nous connaissent"*, plaisante Jean-Louis Nakamura, le directeur financier du FRR.
Pour les équipes du FRR, des spécialistes issus de grands établissements financiers (banques, compagnies d'assurance), tout comme pour les gestionnaires mandatés, la nécessité de concilier le cadre réglementaire (le fonds, en tant qu'établissement public, est soumis au Code des marchés publics) et la réalité des métiers de la finance, a imposé des efforts d'ima-

EN CHIFFRES

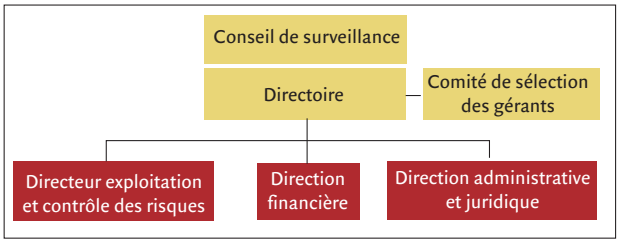
30 personnes assurent le pilotage financier, juridique et opérationnel de cet établissement dont les réserves s'élèvent à **24** milliards d'euros. La gestion financière de ces dernières est confiée par mandat à une vingtaine d'entreprises d'investissement.

LE FRR EN QUELQUES MOTS

La constitution du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) en 1999 est née de la prise de conscience, par les pouvoirs politiques, du caractère inévitable d'un choc démographique à l'horizon 2020, et du déficit du régime général des retraites.
Des fonds sont affectés à cette structure, ils proviennent d'un prélèvement de 2% opéré sur les revenus du patrimoine, de produits d'opérations de privatisation et des excédents passés du régime général. Le FRR a également hérité de la gestion financière de la soulte versée par les industries électriques et gazières. L'activité du FRR ne peut véritablement démarrer, avec la mise en place de ses systèmes d'information, qu'après le vote de la loi du 17 juillet 2001 qui lui accorde le statut d'EPA (établissement public administratif).
L'allocation stratégique, la construction du portefeuille et la sélection des gérants sont réalisés en 2003, et la phase de gestion des fonds est initiée à la mi-2004.

ORGANIGRAMME DU FRR

Le FRR est structuré autour de trois directions :
• La direction Exploitation et contrôle des risques est en charge des infrastructures, des relations avec le teneur de compte (la CDC), de la valorisation des actifs, ainsi que des contrôles de premier et deuxième niveau ;
• La direction Administrative et juridique gère les relations contractuelles avec les prestataires et les gérants, ainsi que le budget du FRR ;
• La direction financière assure, pour sa part, la préparation et l'instruction de la sélection des gérants, le suivi de leur performance, ainsi que l'allocation stratégique et tactique des actifs.
Il est piloté par un directoire collégial composé de trois personnes, et rapporte à un conseil de surveillance, constitué notamment de représentants des partenaires sociaux. Ce dernier définit les grandes orientations de la politique de gestion et assure le contrôle de troisième niveau.



Le comité de sélection des gérants est constitué de cinq personnalités. Son président est membre du directoire du FRR. Les quatre autres membres sont des personnalités qualifiées de l'industrie financière française et internationale. Ce comité doit émettre un avis sur les cahiers des charges soumis à appels d'offres, ainsi que sur toute candidature et toute offre émanant des sociétés de gestion. Il délivre également un avis sur les performances du Fonds.

gination et d'acculturation. *"La capacité à imaginer ou adopter des solutions inédites est d'ailleurs une qualité que nous recherchons chez les personnes que nous recrutons. Par exemple, lorsque nous avons constitué notre portefeuille, en activant des mandats de taille unitaire très importante, nous avons souhaité minimiser les coûts d'opportunité et d'exécution* [2]. *À l'étranger, les investisseurs institutionnels ont pour habitude de faire appel à un gestionnaire de transition. En France, ce métier était totalement inconnu. Il était de surcroît en contradiction avec notre réglementation spécifique qui nous impose de ne confier des mandats de gestion qu'à des entreprises d'investissement agréées pour la gestion pour compte de tiers à titre principal. Or, un gestionnaire de transition est, à l'étranger, à la fois broker et gestionnaire à titre principal, ce qui n'est pas possible sous la réglementation française. Nous avons donc imaginé un concept spécifique au FRR, qui est le courtier de transition : la gestion du coût d'exécution est externalisée, nous assumons celle du risque d'opportunité".*

Le caractère inédit des politiques à mettre en place est un facteur de motivation important pour les équipes du FRR.

"*Il ne faut pas oublier que chacun ici a conscience de participer à une mission d'intérêt général*, poursuit Jean-Louis Nakamura. *Cela apporte une dimension supplémentaire à notre travail, ce qui a pu permettre de supporter le rythme de la procédure d'appel d'offres international conduite en 2003-2004. A cette occasion, nous avions reçu 410 réponses, sélectionné 120 dossiers de 250 à 300 pages. Ils ont tous été relus deux fois en parallèle par deux analystes différents, puis décortiqués en comité de sélection des gérants. Inutile de vous dire que nous connaissons toutes les adresses de restauration rapide de la capitale !*"

Par une gestion efficiente, et grâce à des abondements qu'il espère réguliers, le FRR table sur 150 milliards d'euros de réserves en 2020. Un projet ambitieux, que l'équipe du FRR a à cœur de mener à bien. ■

[1] Le ratio retraités sur population active sera de 46% en France en 2050 contre 24% en 2000, soit – à évolution démographique inchangée - une personne en âge de la retraite pour un peu moins de deux actifs d'ici moins de cinquante ans.
[2] Le coût d'exécution correspond aux frais de courtage facturés par les intermédiaires financiers, ainsi qu'à l'impact de marché, c'est-à-dire le décalage de cours susceptible d'être induit par des ordres de montant important. Par coût d'opportunité, il faut entendre le surcoût potentiel lié à une évolution défavorable du marché pendant la période de constitution du portefeuille.

MÉTHODOLOGIE

L'allocation stratégique des actifs du FRR

Les hypothèses qui ont permis de constituer le portefeuille ont été construites sur la base d'un scénario prudent, qui peut être résumé de la manière suivante : le choc démographique devrait infléchir les croissances potentielles, en particulier dans la zone Euro et pourrait se traduire par un effet positif, mais transitoire, sur l'inflation, des rendements obligataires plus bas, et des primes actions sur obligations plus faibles que celles observées historiquement sur une longue période.

Privilégiant la qualité des hypothèses, le FRR a choisi un modèle d'allocation simple : un modèle de variance moyenne dérivé de l'hypothèse fondamentale de Markowitz [1].Toute l'originalité du système d'allocation stratégique du FRR réside dans la longueur de l'horizon d'investissement, et dans le fait qu'aucun déblocage intermédiaire n'est prévu. Cela nécessite la mise en place de politiques totalement inédites, autorisant une certaine dose de prise de risques à court terme, dans une optique de gains sur le long terme. Le conseil de surveillance, qui a rendu un arbitrage sur la stratégie d'allocation, a souhaité fonctionner en objectif de risque, le but étant de ne pas essuyer de perte en capital à l'horizon 2020. Le portefeuille-cible est aujourd'hui constitué à 55% d'actions, et à 45% d'obligations. Ces choix ont vocation à être modifiés à mesure que l'horizon d'investissement se rétrécit, notamment grâce au perfectionnement des méthodes d'allocation tactique, programmé pour 2006, et à l'élargissement des classes d'actifs gérées.

[1] Le modèle de portefeuille de Markowitz vise à la constitution rationnelle d'un portefeuille arbitrant entre les gains et les risques. Il s'agit d'une répartition de portefeuille par une méthode mathématique assurant :
• soit le meilleur rendement à risque donné,
• soit le plus petit risque à rendement donné.