



# LE FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES ET L'INDUSTRIE DE LA GESTION D'ACTIFS

JEAN-LOUIS NAKAMURA \*  
ANTOINE DE SALINS \*\*

**C**réé sous la forme d'un établissement public par la loi du 17 juillet 2001, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) s'est vu assigner un objectif consistant à faire fructifier au mieux les sommes qui lui sont confiées sur un horizon de très long terme - le fonds ne pouvant faire l'objet d'aucun retrait d'ici à 2020 -, de façon à contribuer, à partir de cette date et de façon transitoire, au financement des régimes d'assurance vieillesse éligibles<sup>1</sup>. Il se conçoit comme un vecteur de la solidarité intergénérationnelle, protégeant et capitalisant une partie des ressources publiques d'aujourd'hui au profit des retraités et des actifs de demain. Pourtant, 2 ans tout juste après la nomination de ses instances dirigeantes, et au moment même où il met en œuvre sa politique d'investissement, force est de reconnaître que la notoriété internationale acquise par le FRR dans l'industrie de la gestion pour compte de tiers tranche avec la relative méconnaissance dont il continue de faire l'objet auprès de l'opinion publique.

Plusieurs éléments contribuent à expliquer cet apparent paradoxe. Alors que son action pour atténuer la charge qui pèsera sur les générations futures ne sera - par définition - perceptible qu'à partir de 2020, les relations qu'il a dû nouer avec des sociétés de gestion, et plus généralement avec de nombreux prestataires spécialisés dans la gestion d'actifs constituaient un préalable indispensable au démarrage effectif de son activité d'investissement. La loi a, en effet, prévu que, hors circonstances exceptionnelles, le FRR devait confier l'ensemble des actes

\* Directeur financier du FRR.

\*\* Membre du Directoire du FRR.



de gestion financière à des entreprises d'investissement dûment agréées. À l'inverse de la plupart des autres grands fonds de réserve étrangers créés ces dernières années dans un certain nombre de pays de l'OCDE (Fonds « pétrole » norvégien, National Reserve Pension Fund irlandais, Fonds AP suédois...), le FRR ne peut gérer de façon interne tout ou partie de ses portefeuilles d'actifs. La gestion doit s'entendre ici comme la sélection des titres entrant dans la composition de ces portefeuilles, la décision de les acheter selon une certaine quantité, ou de les vendre partiellement ou totalement. Cette « sélection de valeurs » devait donc être confiée, dans son intégralité, à des gestionnaires externes qu'il convenait au préalable de recruter.

La compétition organisée pour sélectionner ces entreprises d'investissement amenées à gérer les premiers encours du FRR a constitué, à l'évidence, le principal facteur de cette notoriété soudaine du Fonds dans l'industrie internationale de la gestion d'actifs. Les enjeux étaient importants pour les sociétés concernées : alors que le montant indicatif du premier appel d'offres s'élevait à 16 Md€ en 2003, l'actif net du fonds s'établissait à 19,5 Md€ au 31 décembre 2004 et devrait dépasser les 24 Md€ à la fin 2005. La compétition s'est donc révélée d'une ampleur inédite, suscitant plus de 400 candidatures émanant de la plupart des grands noms internationaux de la gestion d'actifs. Conduites dans le cadre juridique du code des marchés publics, l'analyse des candidatures, puis celle des propositions des sociétés les mieux classées à l'issue d'une première phase d'admissibilité, se sont étalées sur une période totale de près de 10 mois et ont débouché sur l'attribution de 38 mandats de gestion. Une telle épreuve a ainsi offert un panorama très large des pratiques et des organisations des grandes maisons de gestion internationales. Sans trahir naturellement le secret des offres ou celui des délibérations, il paraissait intéressant d'en restituer ici les principaux enseignements.

Mais l'engouement des sociétés candidates pour ce premier appel d'offres et les conditions juridiques inhabituelles - du fait de l'application du Code des marchés publics - dans lesquelles il a été conduit n'ont pas constitué l'unique motif de la notoriété acquise par le Fonds de réserve pour les retraites au cours de ses 2 premières années d'existence. Sa volonté de mettre en œuvre des solutions relativement innovantes de construction de portefeuille, son souhait de rompre dans le cadre des mandats de gestion avec certaines pratiques, s'agissant, en particulier, du mode de rémunération des intermédiaires, et - plus généralement - de tenter de tirer les enseignements des critiques émises à l'égard du mode de gouvernance dominant dans la plupart des fonds de pension britanniques, soupçonnés - à tort ou à raison - d'avoir abdicué au cours des dernières années la maîtrise de leurs choix stratégiques à des prestataires



extérieurs qui n'avaient pas, *in fine*, de responsabilités à assumer quant aux risques impliqués, ont également marqué les esprits.

*UN INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL SOUCIEUX  
DE CONSERVER LA MAÎTRISE DE SES CHOIX STRATÉGIQUES  
ET TECHNIQUES*

Le Fonds de réserve pour les retraites s'est constitué alors que l'industrie de la gestion d'actifs traversait, sinon une crise, du moins une passe pour le moins délicate. L'éclatement de la bulle des valeurs technologiques en 2000, puis la baisse continue et marquée des marchés d'actions en 2002, ont paru briser l'engouement des épargnants individuels, encouragé par les performances boursières des années 1990, pour les actifs les plus volatils. Surtout, et particulièrement dans les pays où le financement des retraites reposait dans une large mesure sur la capitalisation, la crédibilité de fonds de pension qui s'étaient très fortement exposés aux actions, souvent très au-delà de ce qu'aurait suggéré la simple observation de l'horizon moyen de leur passif, a été fortement entamée. Ceux-ci ont, en retour, commencé à remettre en cause leur système de gouvernance et la perception qu'ils pouvaient avoir des services délivrés par leurs prestataires externes. Insuffisance des performances, poids excessifs des indices et limites de la gestion « benchmarkée » ont ainsi été dénoncés en écho au simple retournement des marchés. Mais les gérants d'actifs n'ont pas été les seuls incriminés : au Royaume-Uni, les cabinets de consultants ont ainsi été montrés du doigt pour avoir plus ou moins généralisé chez la plupart des fonds qui les employaient un même modèle d'allocation stratégique, sans réellement tenir compte de la nature spécifique de leurs engagements, ou des préférences de leurs ayants droit, préférences qui auraient du normalement être exprimées et défendues par les *Trustees* de ces fonds.

L'une des premières mesure du Directoire du FRR, nouvellement installé au début de l'année 2003, fut d'analyser les principaux enseignements du Rapport Myners, rédigé au début 2001 à la demande du gouvernement britannique, dans le contexte de la défaillance d'un certain nombre de fonds de pension. Pour mémoire, parmi les principales conclusions de ce rapport, figurait notamment l'idée que les choix « structurants », en particulier ceux relatifs à l'allocation d'actifs, devaient pouvoir être assumés par les administrateurs des fonds, y compris au plan technique ; le recours à des consultants, pour utile qu'il soit, ne devait conduire ni à propager un modèle standard d'allocation, indépendamment de la nature et de l'horizon de leurs engagements, ni à déresponsabiliser les administrateurs, comptables de la prise de risque à long terme. Le rapport attirait également l'attention sur un certain



nombre de « coûts cachés » sur lesquels l'investisseur institutionnel devait porter une vigilance accrue : coûts d'intermédiation, coûts associés à un mauvais choix d'indice ou à une structure de rémunération insuffisamment motivante pour les gestionnaires « actifs ». Naturellement, le contexte dans lequel s'inscrivait le Rapport Myners était bien différent de celui du marché de la gestion institutionnelle en France, où la nature des institutions de retraite, les règles d'investissement auxquelles elles sont généralement soumises, et le recours moins usuel aux consultants rendaient moins pertinentes certaines de ses conclusions. Néanmoins, le Directoire du FRR a tenu à les conserver à l'esprit lorsqu'ont été prises les premières décisions, fondamentales pour la performance à long terme du Fonds. C'est ainsi, notamment :

- que le Directoire s'est attaché à construire sa proposition d'allocation d'actifs initiale, en s'appuyant en priorité sur les caractéristiques intrinsèques du FRR, à savoir son horizon de placement, la nature des versements qu'il aura à effectuer à partir de 2020, son aversion pour le risque mesurée à travers une probabilité de perte sur laquelle se sont accordés les membres du Conseil de surveillance. Surtout, une certaine distance a été prise avec des hypothèses de travail résultant de pures observations historiques, très favorables aux actions sur le long terme, mais susceptibles de ne pas suffisamment tenir compte des évolutions structurelles récentes ou possibles dans un proche avenir, et notamment de l'impact du vieillissement démographique sur le rythme des croissances potentielles des économies développées, leur effort d'épargne et leur demande d'actifs risqués. Cette méthode de travail a permis de conclure, de façon consensuelle au sein du Conseil de surveillance investi du pouvoir de décision en la matière, à une allocation d'actifs réellement diversifiée, composée à hauteur de 55 % en actions et de 45 % en obligations, dont une part significative en titres de dette d'entreprises et en indexées. Près du quart des actifs du FRR sont, par ailleurs, libellés dans une autre devise que l'euro ;

- que les solutions les plus récentes en termes de construction de portefeuille ont été examinées et, pour certaines d'entre elles, exploitées, avec l'aide d'un consultant financier d'expérience internationale, mais en les confrontant systématiquement à l'objectif ultime que constituait la préservation d'une gouvernance « responsable » du Fonds. À titre d'illustration, le choix d'une structure de portefeuille bâtie sur des mandats spécialisés reposait au moins autant sur l'objectif visant à sélectionner des gestionnaires qui soient de véritables experts de la classe d'actifs considérée, que de la nécessité de préserver la lisibilité et la cohérence des choix d'exposition, qu'aurait pu compromettre la juxtaposition de plusieurs gestionnaires diversifiés. En contrepartie, dans une telle structure de portefeuille, il revient au FRR d'assumer le pilotage



« tactique » de l'allocation entre grandes classes d'actifs au cours du cycle économique, dans le respect de marges de manœuvre définies par rapport à l'allocation stratégique. À cette fin, un mandat de gestion *overlay tactique et change* a été mis en place pour couvrir, notamment, les décalages d'exposition sur les devises et les principaux marchés d'actifs, susceptibles de se manifester entre la position physique du portefeuille et les cibles souhaitées ;

- que, sur la plupart des sujets techniques constituant la trame principale des mandats de gestion qui devaient être attribués à l'issue de l'appel d'offres initial, les choix réalisés l'ont été en connaissance des pratiques du marché, mais sans hésiter, le cas échéant, à s'en démarquer, pour assurer au mieux les intérêts du Fonds (contrôle des conditions d'exécution des ordres, maîtrise des frais d'exécution, délais et précision des reportings), souligner l'importance de certains thèmes (exercice des droits de vote sur le fondement des lignes directrices définies par l'investisseur, refus des « soft commissions »), ou organiser la cohérence d'ensemble du dispositif (choix des indices de références sur chacune des stratégies de gestion en lieu et place des indices « habituels » de chacun des gérants). Certains de ces choix, assez exigeants quant à l'organisation ou aux outils requis de la part des sociétés de gestion, seront périodiquement réexaminés et pourront, le cas échéant, être adaptés à l'expérience de la gestion. Il apparaissait toutefois très important, dès l'appel d'offres initial, de fixer ainsi le niveau d'ambition et d'exigence par rapport à des prestataires avec lesquels le FRR entend nouer une relation de long terme, mais qui sera - par la force des choses - remise en question à l'échéance des mandats, à un terme compris entre trois et cinq ans.

*UNE COMPÉTITION D'UNE AMPLEUR INÉDITE,  
DANS UN CADRE JURIDIQUE PROTECTEUR, MAIS COMPLEXE*

L'événement marquant de ces 18 derniers mois restera, toutefois, sans conteste l'organisation de l'appel d'offres visant à sélectionner les premiers gestionnaires du Fonds. L'ampleur de cet appel d'offres - à notre connaissance le plus important jamais réalisé en une seule fois - sa visibilité internationale et l'intérêt exceptionnel qu'il a suscité dans le marché, la diversité des classes d'actifs concernées, la spécificité du cadre juridique qui était le sien (le Code des marchés publics français) par rapport aux usages internationaux et les risques opérationnels lourds qui caractérisent la conduite de ce type de processus méritent que soient présentées, sans trahir naturellement le secret des délibérations et des offres, ses principaux enseignements.

Les grandes étapes du processus, structuré en deux étapes (admissibilité au vu de critères essentiellement quantitatifs d'expérience, envoi



d'un questionnaire aux admissibles et, après analyse des offres présentées par ces derniers, entretiens avec les sociétés qui ont fait les meilleures propositions), n'ont pas surpris les candidats. Elles correspondent aux pratiques usuelles de la part d'investisseurs comparables. Deux éléments au moins ont pu, cependant, dérouter certains candidats, notamment non établis sur le continent européen.

Le premier est le fait que l'investisseur lui-même était très impliqué dans l'analyse technique des offres. Il est, en effet, fréquent que ce travail extrêmement lourd<sup>2</sup> de hiérarchisation soit complètement délégué par l'investisseur à un consultant externe. Tel n'a pas été le choix du FRR, qui a, certes, bénéficié de l'appui précieux de son consultant, mais dont les services ont assuré l'instruction de la partie qualitative des offres, hiérarchisées par un « Comité de sélection des gérants », composé de personnalités qualifiées françaises et étrangères, organe collégial ayant une compétence d'avis pour la sélection et l'évaluation des gestionnaires du FRR. La lecture de certaines offres suggère que quelques candidats n'ont pas compris ce mode de fonctionnement et ont eu tendance à considérer que leur « réputation » et le fait que le consultant du FRR disposait, par ailleurs, sur eux d'informations abondantes les autorisaient à ne pas attacher d'importance au soin avec lequel il convenait de répondre au questionnaire, au surplus très détaillé. Dans le même esprit, la nature des auditions conduites par le Comité de sélection des gérants a pu surprendre certains candidats, dans la mesure où il s'agissait moins d'entendre des « présentations commerciales » que d'obtenir des réponses claires à des questions précises directement liées à l'offre.

Le second, imposé par le Code des marchés publics, était l'impossibilité de toute négociation du mandat et, en particulier, des prix proposés par les candidats. Elle a été clairement réitérée à chacune des étapes du processus, mais certains candidats n'en ont pas compris la rigidité et ont adressé une offre valable sous réserve de l'acceptation par le FRR de modifications aux mandats. Ils ont été éliminés.

*LES OFFRES SELECTIONNÉES RÉPONDENT-ELLES BIEN  
AUX OBJECTIFS QUE S'ÉTAIT FIXÉ L'INVESTISSEUR FRR  
AVANT LE LANCEMENT DE L'APPEL D'OFFRES ?*

Il convient tout d'abord de souligner deux éléments :  
- d'une part, le règlement de consultation de l'appel d'offres établi par le Directoire fixait une hiérarchie très claire des critères de choix : la qualité du processus d'investissement et des équipes par rapport aux objectifs du Fonds, la qualité opérationnelle de l'organisation et le niveau des tarifs proposés. Le Comité de sélection des gérants s'est tenu strictement à cette hiérarchie dans ses avis ;



- d'autre part, le FRR a retenu dans son portefeuille des classes d'actifs assez originales par rapport aux pratiques de marché : mandats actions zone euro et Europe hors zone euro au lieu de mandats paneuropéens, mandats obligataires qui mélangent les obligations d'Etat et celles d'entreprises et mandats d'obligations indexées internationales. Ces innovations rendent plus complexe l'analyse des performances passées, puisque ces types de mandats sont encore rares dans le marché.

### *En termes de processus de gestion*

Le FRR souhaitait pouvoir, à l'issue de la phase de sélection, clairement discriminer les processus de gestion proposés selon leur degré de transparence et de cohérence avec la philosophie de gestion affichée, d'efficacité en termes de performance, de compatibilité entre les sources de valeur ajoutée affichées et celles recherchées par le FRR, et enfin de qualité et de stabilité s'agissant des équipes.

### *Transparence des processus de gestion présentés par les candidats*

S'agissant de la transparence des processus de gestion présentés par les candidats, le FRR peut, dans l'ensemble, s'estimer très satisfait. Les sociétés de gestion ont, en moyenne, fourni un très gros effort pour présenter dans le détail leur processus d'investissement, effort très supérieur à ce qui est généralement observé dans le cadre d'autres appels d'offres. Elles y étaient naturellement incitées par la précision du questionnaire de second tour. Même dans le cas de processus quantitatifs, reposant sur des modèles, les candidats ont diffusé un niveau d'information suffisant pour appréhender clairement la façon dont leur gestion pouvait être caractérisée. Les visites de conformité, menées postérieurement à l'attribution des mandats, ont, d'ailleurs, confirmé la réalité des processus de gestion présentés.

### *Performances et compatibilité des sources de valeur ajoutée*

S'agissant des performances et de la compatibilité des sources de valeur ajoutée affichées avec celles recherchées dans le cadre du mandat, le bilan tiré de l'analyse des offres peut être résumé comme suit :

- les performances affichées par les sociétés de gestion sont apparues dans l'ensemble assez hétérogènes, même si cette dispersion varie assez significativement d'une classe d'actifs à l'autre. Elle est logiquement un peu moins forte sur les classes d'actifs très arbitrées pour lesquelles la surperformance moyenne est également plus faible (cas, par exemple, des larges capitalisations de la zone euro). Elle est plus forte sur les marchés réputés moins efficaces (larges capitalisations asiatiques, par exemple), même si, sur ces derniers, les différences de performance peuvent également s'expliquer par des différences parfois



marquées entre les univers d'investissement des portefeuilles de référence présentés ;

- *le cas des mandats indiciaires mérite un développement particulier.* Il doit être souligné que les processus de gestion indiciaires, très efficaces sur le marché américain, sont peu nombreux à être « matures » sur les valeurs de la zone euro. Les offres sélectionnées pour le lot passif large capitalisations actions de la zone euro ont fait la preuve de leur aptitude à générer une très faible *tracking error* sur des indices euro, mais depuis une période de temps relativement limitée.

#### *Qualité et stabilité des équipes*

Enfin, s'agissant de la qualité et de la stabilité des équipes, le FRR a accordé une importance naturellement fondamentale à ce critère, évalué au travers des réponses au questionnaire, des *curriculum vitae* qui étaient exigés, et enfin de la personnalité du gérant systématiquement invité à répondre aux questions lors des auditions. Ce critère a été relativisé lorsque les processus d'investissement en cause étaient de nature quantitative et systématique. Il a, en revanche, pris une dimension particulière lorsqu'étaient évalués des processus de gestion fondamentaux reposant principalement sur la personnalité et l'expérience des gérants, dans le cadre de structures « de petite dimension » (cas, en particulier, des lots petites et moyennes capitalisations zone euro et des lots américains). La question de la stabilité de ces équipes de gestion n'a pu être évaluée qu'à l'aune de l'ancienneté de leur présence dans la société en question, qui n'est naturellement pas une garantie pour l'avenir. Ce faisant et, comme tout investisseur, le FRR table sur la permanence des gérants. Ce pari demandera à être soigneusement surveillé.

Au total, les processus de gestion sélectionnés sont clairs, intelligibles par les équipes du Fonds, ont fait la preuve de leur capacité à délivrer une surperformance régulière et, sur certains lots, très élevée, et ce sur un univers d'investissement identique à celui des mandats du Fonds.

#### *En termes d'organisation opérationnelle*

Sur ce thème aussi, les questionnaires de sélection allaient bien au-delà de la pratique habituelle du marché. Or, des différences quasi philosophiques, notamment dans la gestion du risque, sont très vite apparues entre maisons de gestion d'Europe Continentale et sociétés anglo-saxonnes. En résumé, il est possible de schématiser ces différences de la façon suivante :

- *les grandes maisons continentales*, souvent filiales d'établissements de crédit, ont généralement un contrôle des risques organisé par superposition de différents services indépendants les uns des autres, répondant

chacun à une chaîne hiérarchique distincte, avec des procédures et des outils souvent autonomes. C'est une application du principe du « double » ou « triple » regard. Les procédures sont formalisées, le plus souvent écrites et un service de conformité est généralement chargé de veiller à leur respect. Un audit interne de la société de gestion ou du groupe constitue généralement le dernier niveau de « contrôle des contrôles » ;

- à l'inverse, dans les maisons anglo-saxonnes, l'accent est mis sur la prévention des risques, en amont, dès la gestion. Le gérant est considéré comme le premier *risk manager*. Cette culture rend moins légitime l'existence de procédures lourdes de contrôle, parfois perçues comme une contrainte sur la gestion. De même, les niveaux de contrôle ultérieurs sont généralement moins organisés en services indépendants les uns des autres qu'en comités au sein desquels la gestion a généralement la possibilité de s'exprimer et de défendre son point de vue. En outre, un *compliance officer* aux compétences larges et autonomes exerce une fonction de surveillance souvent déterminante. Enfin, l'audit des procédures de contrôle n'est pas toujours interne, mais souvent délégué à des sociétés d'audit externes.

## LES RÉSULTATS SONT-ILS SURPRENANTS PAR RAPPORT AUX ANTICIPATIONS ?

9

### *En termes de catégories d'acteurs selon la taille et les caractéristiques des maisons*

Concernant la taille, il était clair dès le lancement de l'appel d'offres que, compte tenu du volume des mandats (entre 200 M€ et 1 Md€, 600 M€ en moyenne) que seules les maisons importantes pouvaient de facto espérer être retenues. L'expérience dans la gestion de mandats de cette taille et la volonté du FRR de ne pas prendre de risques exagérés sur des gestionnaires de taille modeste dont il aurait représenté un volume déterminant du chiffre d'affaires en sont les raisons. Ce « biais » était inéluctable mais il est clair qu'il prive le FRR du bénéfice de certaines gestions très actives et parfois très performantes. C'est un point qu'il faudra conserver à l'esprit quand, d'ici quelques années, un bilan précis des performances des gérants pourra être fait.

Le FRR n'a pas été complètement surpris que l'analyse des offres fasse apparaître sur certains lots une césure entre deux catégories d'acteurs : des sociétés spécialisées, c'est-à-dire qui ne font que de la gestion avec des équipes très stables et souvent organisées en *partnership* qui se démarquent par leur aptitude à délivrer une surperformance

élevée et régulière, et ce, sur plusieurs lots ; les entités de gestion « généralistes », souvent filiales de groupes bancaires, aux performances parfois plus irrégulières. Ces acteurs ont, en effet, une plus grande difficulté à construire et maintenir dans le temps des processus d'investissement et des équipes stables.

*En termes de localisation de la gestion financière des actifs du FRR*

Le tableau suivant synthétise les résultats de l'appel d'offres quant, à la localisation effective de la gestion des actifs concernés :

	Localisation de la gestion actions euro	Localisation de la gestion actions non euro	Localisation de la gestion obligataire euro	Localisation de la gestion obligataire non euro
<b>Paris</b>	33 %		77 %	
<b>Autres Places</b>				
<b>Europe Continentale</b> (Bruxelles, Genève, Rotterdam)	37 %		15 %	
<b>Londres</b>	30 %	17,5 %	8 %	50 %
<b>États-Unis</b> (New York, Philadelphie, Boston, San-Francisco)		65 %		50 %
<b>Asie</b> (Tokyo, Singapour)		17,5 %		

Au total, 43 % des actifs du FRR seront gérés à Paris, 20 % sur les autres Places d'Europe Continentale, 20 % à Londres, 14 % aux États-Unis et 3 % en Asie. L'industrie de la gestion de la Place de Paris, ce qui est plus large que les seules maisons « françaises », obtient un bon résultat sur l'ensemble des classes d'actifs libellées en euro. À l'inverse, aucun actif non libellé en euros ne sera géré à Paris. La dispersion des centres de gestion dans le monde reflète directement l'apport que peut représenter pour les performances la proximité des équipes de gestion avec les marchés concernés. Cette même dispersion devra impliquer que les équipes du FRR soient capables de dialoguer avec toutes ces entités, de cultures et de pratiques souvent très différentes.

Deux remarques en guise de conclusion :

- le FRR est un « gérant de gérants ». Il doit donc être capable de dialoguer de manière à la fois très professionnelle avec des acteurs majeurs de l'industrie dans un esprit partenarial et presque « intime » et, en tout cas, qui se veut « partenariale ». Une connaissance approfondie des équipes et des processus d'investissement est, en effet, non seulement indispensable pour vérifier si les exigences du mandat sont bien respectées pour comprendre les déterminants de la performance globale

du portefeuille mais aussi afin d'adapter les mandats du Fonds aux évolutions de l'industrie ;

- le FRR a souhaité au maximum tirer parti de l'avantage que constituait le fait de construire un nouvel outil à partir d'une « page blanche » et, donc, de ne pas être prisonnier d'habitudes ou de conservatismes. Ceci explique les choix innovants qui ont été rappelés dans cet article. Ils ont été bien accueillis, parfois avec surprise, par la communauté financière française et internationale. La pertinence de ces choix sera naturellement débattue au sein du Directoire et du Conseil de surveillance du FRR à l'aune des résultats obtenus, des expériences des autres grands investisseurs institutionnels internationaux avec lesquels le FRR souhaite être en relation étroite et des débats qui traversent l'industrie. Il est clair, de ce point de vue, que les gérants sélectionnés après un processus particulièrement exigeant, ont une fonction d'exemplarité pour l'ensemble de l'industrie de la gestion : de leur capacité à délivrer la surperformance promise, à consommer le budget de risque donné, à maîtriser la vie opérationnelle des mandats dépend, en effet, non seulement une partie de la performance du FRR, mais aussi une démonstration supplémentaire de la communauté des gestionnaires d'épargne longue à créer de la valeur pour ses clients.

## NOTES

1. Soit, la Caisse nationale d'assurance vieillesse, le régime des salariés agricoles et le régime des artisans.
2. Chacune des 120 offres reçues au second tour représentait en moyenne 250 pages.

