

# 2015

## Rapport annuel



**FR**  
FONDS DE RESERVE  
POUR LES RETRAITES



# Sommaire

- p. 02** Message du président du Conseil de surveillance et du président du Directoire
- p. 04** Chiffres clés
- p. 05** Une année décevante pour la croissance économique mondiale
- p. 11** Performance 2015 : une progression de l'actif de 3,08 %
- p. 15** Une gestion sécurisée, pilotée par le passif et optimisant la performance
- p. 24** L'investissement socialement responsable au cœur de la gestion du FRR
- p. 34** Gestion et maîtrise des risques
- p. 38** Organisation et coûts
- p. 39** Les instances dirigeantes
- p. 40** Organigramme

## Éléments financiers

- p. 43** Synthèse financière et comptable
- p. 44** Bilan au 31/12/2015
- p. 46** Compte de résultat au 31/12/2015
- p. 47** Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2015
- p. 63** Rapport général des commissaires aux comptes au 31 décembre 2015
- p. 64** Cartographie du portefeuille du FRR au 31 décembre 2015
- p. 67** Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR au 31 décembre 2015

# Message du président du Conseil de surveillance et du président du Directoire

# A

Après un début d'année en fanfare pour les marchés financiers, l'année 2015 a été marquée par une très forte volatilité et la montée des inquiétudes des investisseurs.

De fait, alors que l'optimisme initial était alimenté par une conjonction de facteurs favorables exceptionnelle pour la zone euro (taux d'intérêt très bas, recul de l'euro par rapport au dollar et forte baisse du pétrole et des matières premières), les motifs de préoccupation se sont succédé à partir du mois de mai.

Un nouvel épisode de la crise grecque impliquant un fort risque de sortie de la Grèce de la zone euro a beaucoup affecté les marchés en juin. Le vif rebond de juillet a pour sa part été brutalement interrompu par la montée des inquiétudes sur la Chine à partir du 11 août, date d'une dépréciation mesurée du yuan pilotée par les autorités chinoises. Pourtant, cette décision a été interprétée par les marchés comme la preuve de la sévérité du ralentissement de l'économie chinoise. À partir de ce moment, la poursuite de l'effondrement des cours du pétrole et des matières premières a été perçue comme le reflet d'une très mauvaise situation économique en Chine et

comme à l'origine d'une inquiétante dégradation dans les autres économies émergentes. Parallèlement, ce mouvement de baisse, extrêmement puissant, a jeté le doute sur la solidité du secteur énergétique dans les pays développés, avec en particulier la montée des craintes de faillites de grande ampleur dans les hydrocarbures de schiste aux États-Unis.

Le processus de normalisation des taux d'intérêt américains a été géré de manière hésitante par la FED, ce qui a introduit une grande confusion dans l'esprit des investisseurs en septembre et dramatisé l'épisode du premier relèvement de son taux directeur, finalement intervenu en décembre.

L'année 2015 s'est terminée et l'année 2016 a commencé dans un contexte marqué par la crainte d'un brutal ralentissement de l'économie chinoise et par la poursuite de l'effondrement des prix du pétrole et des matières premières, lesquels semblent plus que jamais perçus comme la preuve d'une grave insuffisance mondiale de demande et une menace imminente d'entrée en déflation pour l'économie mondiale. Pourtant, s'agissant du pétrole, l'excès d'offre est le facteur déterminant de la baisse des prix.



**Alain Vasselle**  
Président du Conseil de surveillance

La bonne  
diversification  
des actifs de  
performance a  
permis au FRR  
de tirer son épingle  
du jeu en 2015.

## D

Dans ce contexte très agité, la performance annuelle du FRR est venue exclusivement des actifs de performance. La bonne diversification de ces actifs a permis au FRR de tirer son épingle du jeu : bonne performance des actions de la zone euro et du Japon, rechute des marchés émergents tandis que les actions américaines ont plafonné.

L'année 2015 aura enregistré de profondes évolutions structurelles pour le FRR avec l'intensification des efforts de décarbonation de son portefeuille afin de gérer le risque carbone et d'apporter une contribution à l'indispensable transition vers une économie sobre en carbone. Outre les investissements dans les indices « Low Carbon Leaders » qui représentaient déjà un milliard fin 2014, le FRR a en 2015 décarboné la totalité de ses investissements « smart beta », soit 2,1 milliards et ses investissements sur la zone Asie Pacifique hors Japon soit 300 millions.

Par rapport à son indice de référence, le portefeuille d'actions du FRR affichait déjà une intensité d'émissions en CO<sub>2</sub> par euro investi inférieure de 15 % fin 2014, qui a été portée à - 30,4 % fin 2015. Les efforts vont être poursuivis

en 2016 notamment avec une nouvelle génération de mandats de gestion optimisée actions avec une approche ESG.

À cet égard, il convient de rappeler que le FRR s'applique à lui-même une approche particulièrement exigeante en matière de transparence de sa politique d'investissement. Cette approche se traduit notamment par une présentation détaillée des performances de son portefeuille et de leurs facteurs explicatifs et, situation unique parmi les grands investisseurs en France, par la publication exhaustive de la composition de son portefeuille de titres.

L'élément le plus marquant pour le FRR en 2015 aura sans doute été l'obtention de l'accord des pouvoirs publics pour s'engager dans un programme de 2 milliards d'euros d'investissements pour le financement à long terme de l'économie française. Les équipes du FRR se sont vigoureusement attelées au déploiement de cette enveloppe et vont accorder une priorité absolue à cette ambition durant toute l'année 2016.

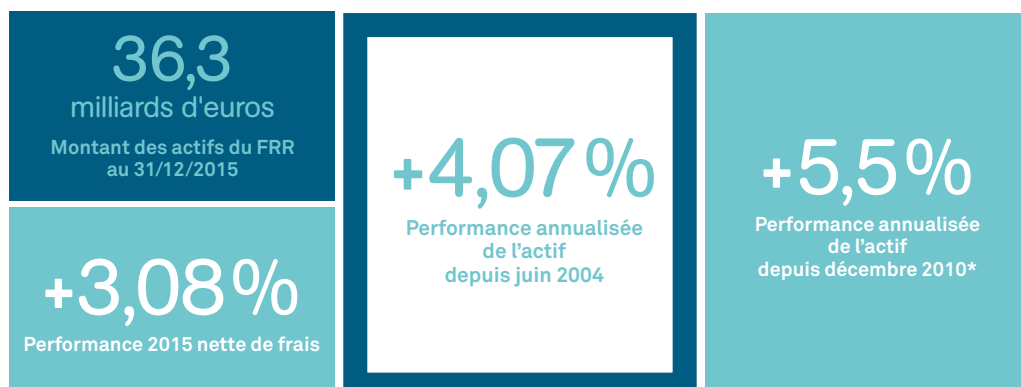
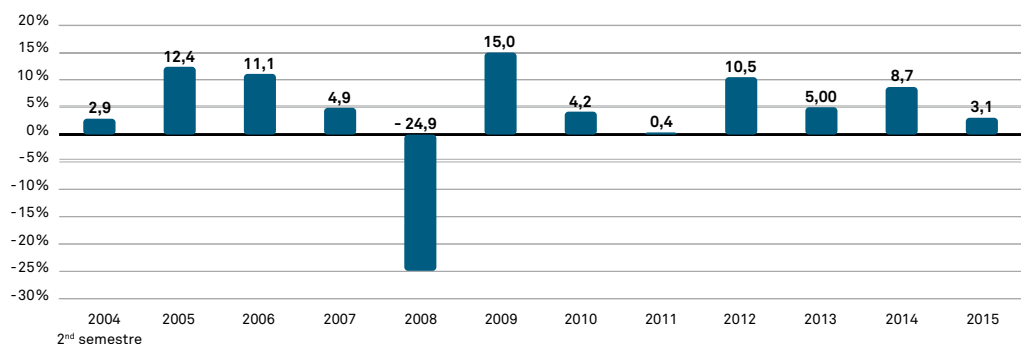


**Pierre-René Lemas**  
Président du Directoire

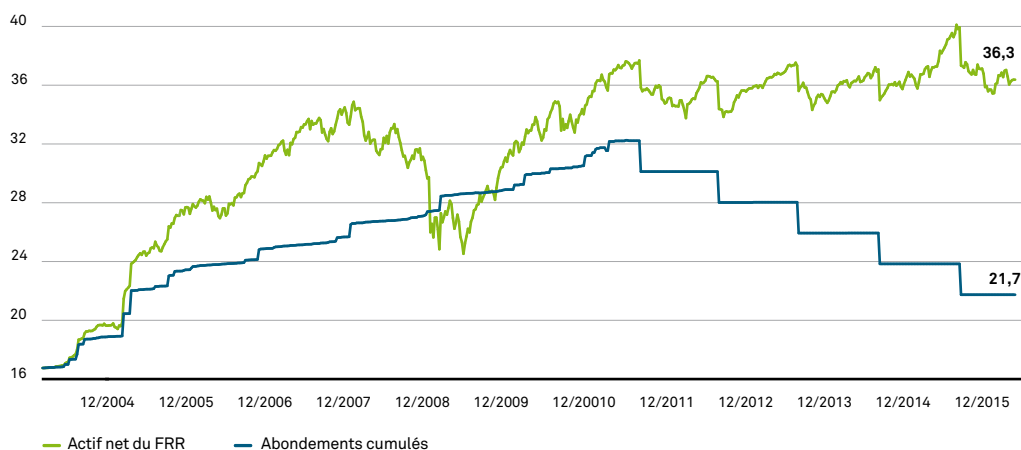
Le FRR s'est engagé dans un programme de 2 milliards d'euros d'investissements pour le financement à long terme de l'économie française.

# Chiffres clés

## → Performance annuelle nette du FRR



## → Évolution de l'actif net du FRR au 31/12/2015 (en milliards d'euros)



\* Depuis l'entrée en vigueur de la réforme des retraites de 2010, le modèle financier du FRR a substantiellement changé :  
 – le FRR ne perçoit plus de recettes (1,5 à 2 milliards d'euros par an jusqu'en 2010);  
 – le FRR verse 2,1 milliards d'euros chaque année à la CADES.

# Une année décevante pour la croissance économique mondiale

Le contexte économique dans lequel le FRR a réalisé ses investissements s'est avéré décevant en 2015.

## Divergence entre pays développés et pays émergents

La croissance économique mondiale en 2015 devrait s'établir à 3,1 %, soit 0,3 % de moins qu'en 2014, en raison du ralentissement de la croissance des pays émergents.

À l'instar de 2014, l'année a été marquée par la bonne tenue de la croissance dans les pays développés avec une progression annuelle proche de 2 % (contre 1,8 % en 2014 et 1,1 % en 2013). Néanmoins, ce rythme de croissance reste encore 0,75 % en dessous du rythme précédant la grande récession de 2008-2009.

En outre, l'activité a de nouveau ralenti dans les pays émergents dont le rythme de croissance devrait avoisiner le niveau de 4 % (contre 4,6 % en 2014 et 5 % en 2013).

### → Croissance annuelle du PIB : monde, pays développés et pays émergents de 1990 à 2015



Source : Datastream, FMI – Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015.

## Croissance solide des pays développés mais divergence des politiques monétaires

Les trois principales économies développées États-Unis, zone euro et Japon (environ un tiers de l'économie mondiale) ont connu une amélioration de leur activité en 2015.

Aux États-Unis, la croissance économique devrait atteindre 2,6 % (après 2,4 % en 2014), portée par une demande domestique solide (la consommation des ménages progressant à un rythme annuel supérieur à 3 %). Deux éléments semblent avoir pénalisé la première économie mondiale : d'une part, la faiblesse des exportations, qui s'explique par un environnement

extérieur difficile, et la hausse rapide du dollar (qui s'est apprécié en termes effectifs réels de 20 % de juillet 2014 à décembre 2015), et d'autre part, la baisse de l'investissement des entreprises du secteur de l'énergie qui a particulièrement souffert du contre-choc pétrolier depuis l'été 2014.

La banque centrale américaine a débuté le processus de normalisation de sa politique monétaire, avec une première hausse de ses taux directeurs de 0,25 % le 16 décembre 2015, mettant fin à une politique de taux zéro en vigueur depuis 2008.

Après une année 2014 décevante (croissance de 0,9 %), la zone euro a retrouvé une croissance plus solide et généralisée avec un rythme annuel de progression en 2015 attendu à 1,5 %. En effet, les économies de la zone ont bénéficié cette année d'une conjonction de facteurs favorables :

- baisse du prix du pétrole ;
- dépréciation de l'euro ;
- taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro.

Pour stimuler la croissance et surtout endiguer tout risque déflationniste, la Banque Centrale Européenne (BCE) a annoncé en janvier le lancement d'un programme d'achat massif d'obligations souveraines. Ainsi, elle s'est engagée à acheter, entre mars 2015 et septembre 2016, 60 milliards d'euros par mois de titres obligataires, soit au total une expansion de son bilan

de 1 140 milliards d'euros. En décembre, ce programme a été prolongé de six mois (septembre 2016 à mars 2017), ce qui correspond à des achats supplémentaires de 360 milliards d'euros. Par ailleurs, le taux de facilité de dépôts (taux de dépôts des réserves excédentaires des banques à la BCE) a été abaissé de 0,1 % à - 0,3 % pour encourager les banques à prêter davantage.

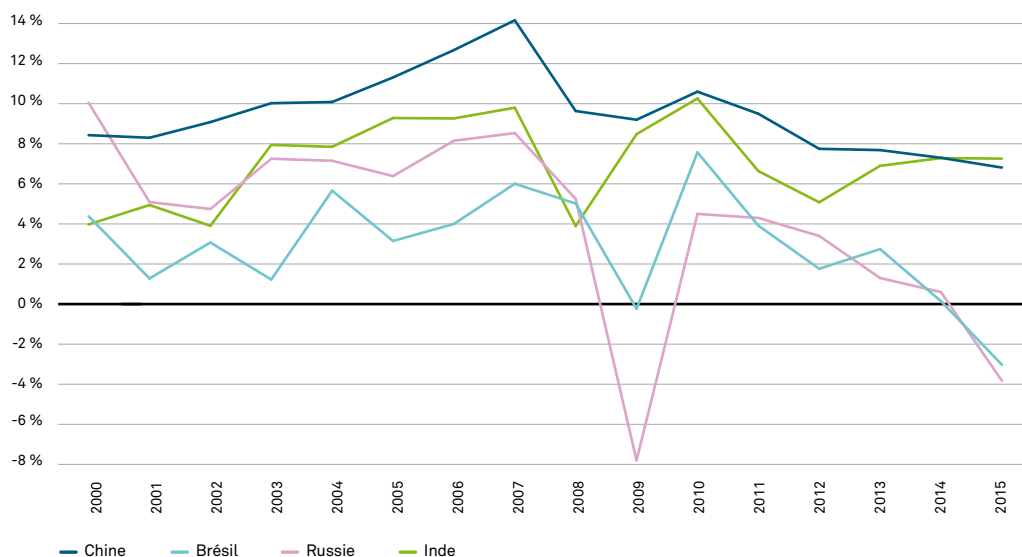
### Difficultés économiques des grands pays émergents : ralentissement chinois et poursuite de la chute des prix du pétrole

Les pays émergents ont été confrontés cette année à un environnement difficile, notamment affectés par :

- la baisse des prix du pétrole et de l'ensemble des matières premières ;
- le ralentissement chinois ;
- l'affaiblissement de leurs devises (générateur d'inflation) ;
- et, pour certains, par des problèmes politiques/géopolitiques.

En 2015, les pays producteurs de pétrole ont été fortement affectés par la poursuite de la baisse des prix du baril de brut. Deux grands pays émergents, le Brésil et la Russie, ont particulièrement souffert avec une entrée en récession.

#### → Croissance annuelle du PIB des grands pays émergents de 2000 à 2015



Source : Datastream, FMI – Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015.

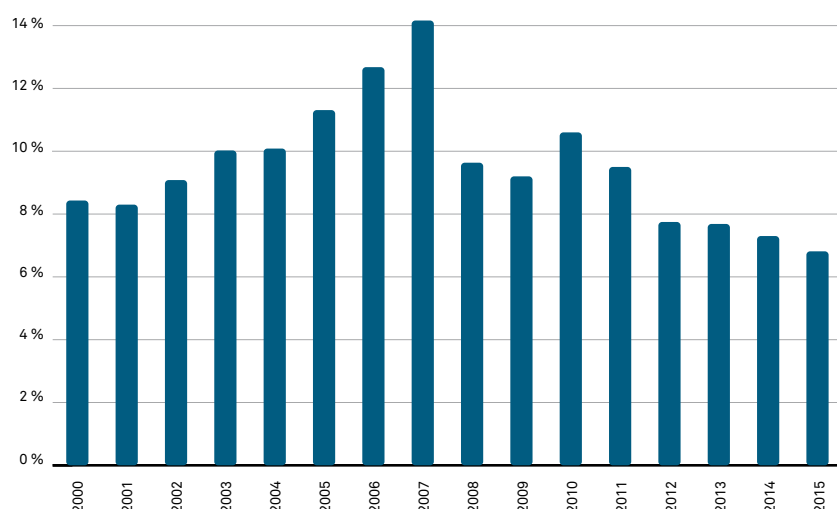


## CHINE : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DANS UN CONTEXTE DE RÉFORMES

La Chine est engagée dans une phase de réformes et de transition économique, l'objectif étant de transformer son modèle économique basé sur l'investissement et les exportations vers un modèle basé sur la consommation et les services (avec une montée en gamme de son industrie). Un processus de libération financière a également débuté avec la volonté d'ouvrir progressivement le compte de capital, de libéraliser le taux de change et de faire du yuan une devise internationale.

Le rythme de croissance chinois connaît une baisse tendancielle depuis 2011 en raison de l'évolution de son modèle économique et des difficultés des entreprises chinoises, notamment dans le secteur industriel qui semble avoir connu un ralentissement marqué en 2015.

### → Croissance annuelle du PIB de la Chine depuis 2000



*Datastream, FMI – Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015.*

Les entreprises chinoises sont pénalisées par des capacités de production excessives, un endettement élevé et une compétitivité dégradée. En effet, depuis mi-2014, les entreprises chinoises ont vu leur compétitivité se dégrader considérablement avec une hausse du taux de change effectif réel du yuan de 15 % (dans le sillage de la forte hausse du dollar), hausse qui s'élève à 35 % depuis 2010.

Depuis le mois d'août, la dépréciation du yuan face au dollar a représenté une source d'inquiétude importante pour les marchés financiers. Au cours de la deuxième partie de l'année, de fortes pressions baissières (sorties de capitaux) ont affaibli la devise chinoise obligeant la banque centrale à intervenir sur le marché des changes pour en limiter la baisse. La Chine dispose d'un montant considérable de réserves de change (3 330 milliards de dollars fin 2015) qui devrait lui permettre de limiter les variations de sa devise tout en poursuivant le processus de libéralisation financière. Néanmoins, le taux de change du yuan devrait être dorénavant plus volatil et certainement moins prévisible que par le passé.

## Marchés financiers : nouvelle baisse de l'euro et surperformance des actions de la zone euro et du Japon

Au cours de l'année 2015, les taux d'intérêt souverains ont connu des mouvements assez marqués, dictés notamment par les perspectives d'évolution des politiques monétaires.

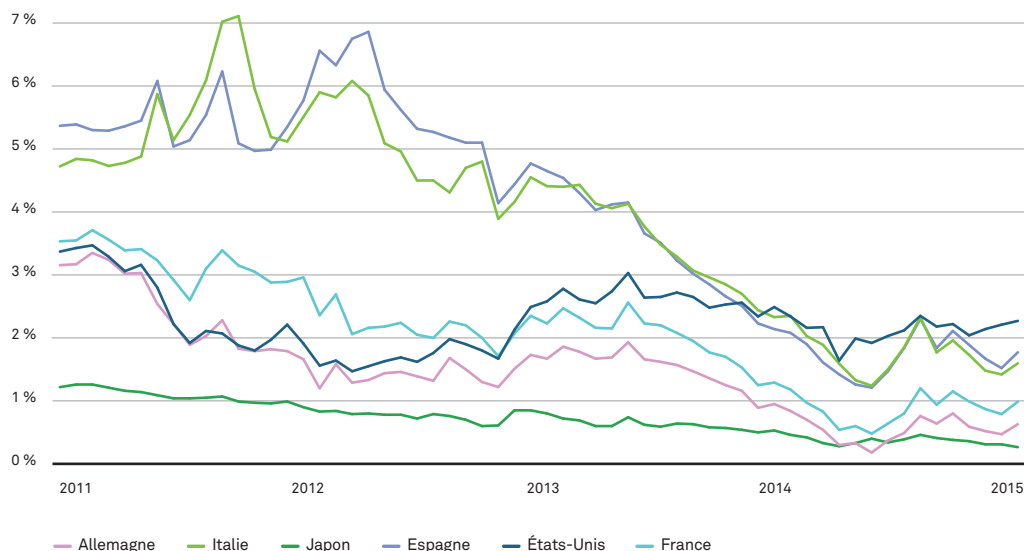
En début d'année, sous l'effet de la politique monétaire accommodante de la BCE, les taux d'intérêt souverains de la zone euro ont fortement baissé pour toucher mi-avril des niveaux

jamais atteints, 0,07 % pour le taux 10 ans allemand et 0,35 % pour le taux 10 ans français, avant de rebondir.

Malgré la première hausse de taux directeur de la banque centrale américaine le 16 décembre, le taux à long terme américain n'a pas connu de hausse significative, évoluant entre 2 % et 2,4 % la majeure partie de l'année, en raison notamment de la faiblesse de l'inflation américaine en 2015.

Au final, les taux d'intérêt ont globalement terminé l'année à des niveaux proches de ceux de fin 2014.

### → Taux d'intérêt des obligations souveraines à 10 ans de 2011 à 2015



Source : Bloomberg.

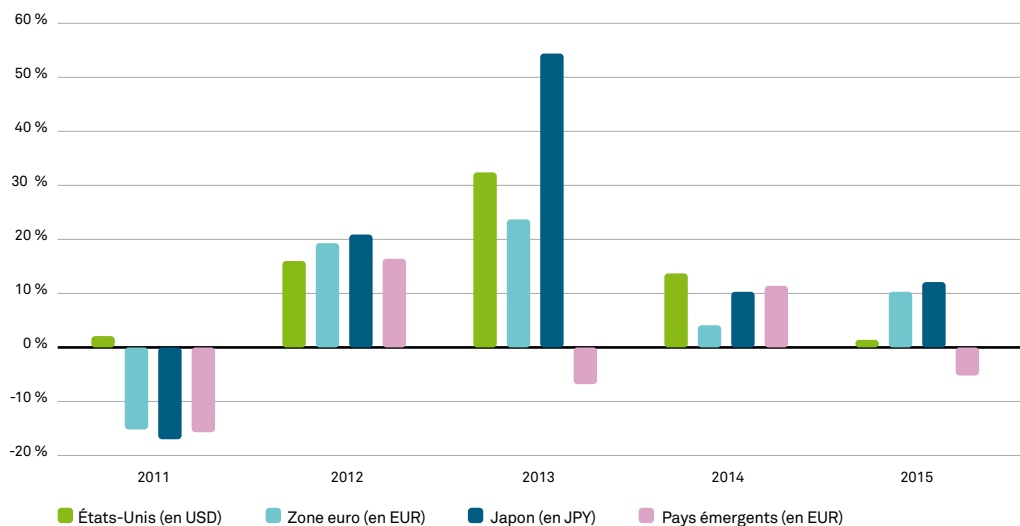
Le dollar a, quant à lui, poursuivi sa tendance haussière initiée à l'été 2014, notamment vis-à-vis de l'euro. La devise européenne a été affaiblie par les orientations de politiques monétaires (très accommodante en zone euro et avec la perspective de remontée des taux directeurs aux États-Unis) mais soutenue par une conjoncture européenne en nette amélioration.

Sur l'année, la devise européenne s'est fortement dépréciée, passant de 1,21 à 1,086 dollar, en baisse de 10 %. Au cours du premier

trimestre (qui correspond à l'annonce et à la mise en place du programme d'achat d'actifs de la banque centrale), l'euro a franchi le seuil de 1,05, niveau le plus bas depuis 2002.

Les devises des pays émergents ont également beaucoup baissé au cours du second semestre, affectées par le ralentissement de l'économie chinoise, la dépréciation du yuan par rapport au dollar et la forte baisse des prix des matières premières, ce qui pénalise les investissements dans ces pays, que ce soit en actions ou en obligations.

### → Rendements actions par année, dividendes réinvestis



Source : Bloomberg.

En 2015, les principaux marchés actions ont obtenu des rendements (dividendes réinvestis) positifs, à l'exception des pays émergents.

En effet, les bourses japonaises et celles de la zone euro ont obtenu des performances satisfaisantes à respectivement + 12,1 % et + 10,3 %. Les actions américaines ont très légèrement progressé à + 1,4 %. En revanche, les bourses des pays émergents ont perdu 5,2 % en 2015.

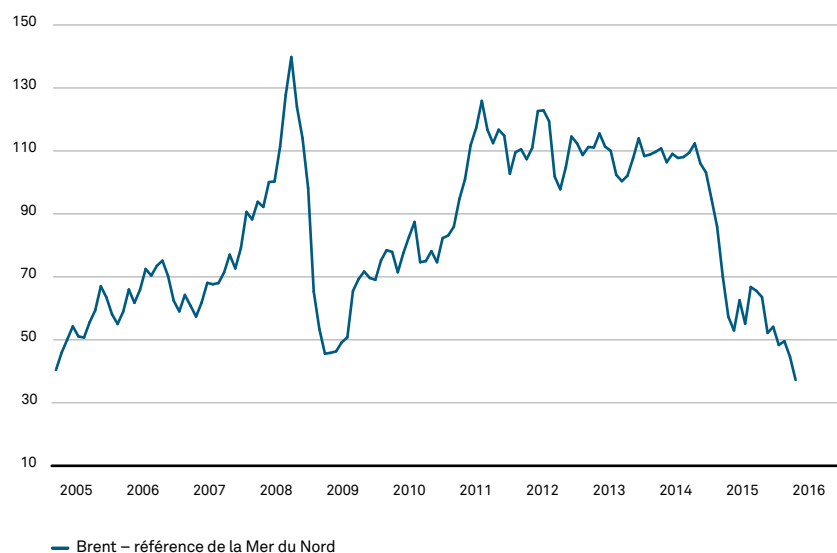
L'indice phare des valeurs françaises (CAC 40) affiche une des meilleures performances de l'année à + 11,9 % (dividendes réinvestis).

Plus généralement, les bourses européennes, portées par une politique monétaire accommodante, un euro faible et des bénéfices des sociétés en hausse, ont surperformé de près de 9 % les actions américaines. Ces dernières ont été bridées par la perspective de hausse des taux de la banque centrale américaine, des bénéfices des entreprises en quasi-stagnation et par le niveau élevé des valorisations boursières dans un cycle économique déjà assez mûr.

## BAISSE SPECTACULAIRE DU PRIX DU PÉTROLE

En 2014, le prix du baril de pétrole Brent (référence de la mer du Nord) est passé de 110 à 57 dollars, soit une baisse de 48 %. Mais en 2015, une nouvelle baisse de 35 % a eu lieu, le prix du pétrole atteignant 37 dollars en fin d'année, niveau qui prévalait en 2004.

### → Prix du baril de pétrole en dollars



Source : Bloomberg.

Le pétrole reste affaibli par deux éléments fondamentaux : d'une part, une moindre hausse de la demande de pétrole en raison du ralentissement de la croissance de l'économie mondiale ; d'autre part, une offre de pétrole surabondante, alimentée par une production toujours élevée de pétrole de schiste aux États-Unis et par une absence de baisse de production des principaux pays producteurs, et notamment de l'Arabie Saoudite, qui affiche toujours sa volonté de garder ses parts de marché, maintenant ainsi des prix très bas.

La perspective de la levée des sanctions qui pèsent sur l'Iran va encore augmenter l'offre de pétrole sur le marché. En outre, un fort rebond de la croissance économique mondiale, et donc de la demande de pétrole, semble peu probable étant donné la situation économique difficile dans certains grands pays émergents.

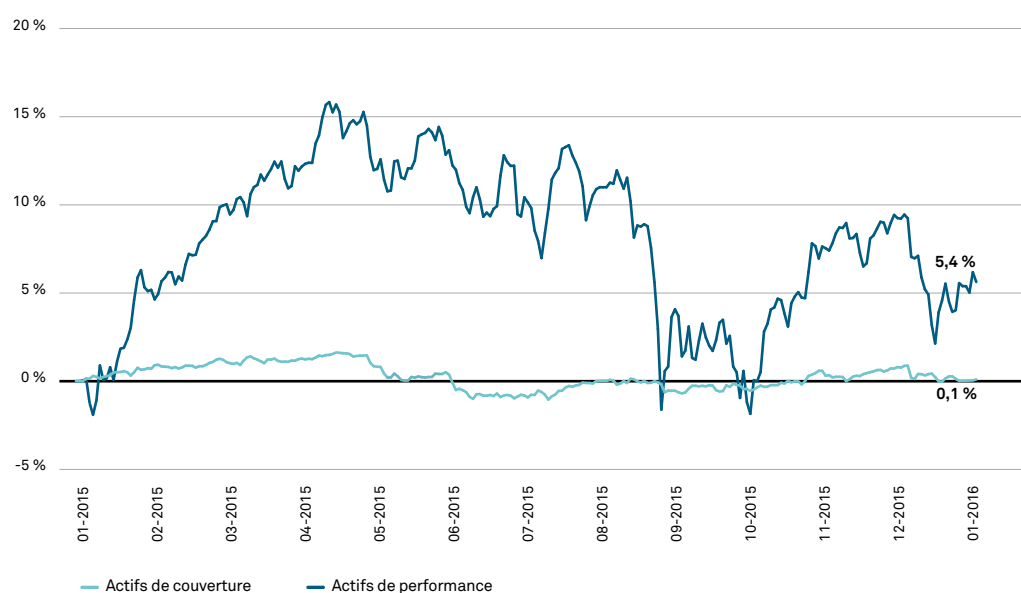
La relation entre la variation du prix du pétrole et celle du prix des actions s'est renforcée au cours de l'année et fait peser sur les actifs du FRR un risque de baisse de leur valeur liée à la poursuite de la baisse du pétrole.

# Performance 2015 : une progression de l'actif de 3,08 %

En 2015, la performance totale du FRR a été de 3,08 % nette de frais et l'actif du FRR a atteint au 31 décembre 36,3 milliards d'euros.

En raison du bas niveau des taux d'intérêt et de leur faible variation, seuls les actifs de performance (actions notamment) ont affiché une performance significative : 5,4 % en moyenne contre quasiment 0 % pour les actifs de couverture.

## → Performance annuelle des deux classes d'actifs



Source : Fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan).

En conséquence, la contribution à la performance des actifs de couverture (hors frais administratifs) n'est que de 0,1 %, alors que les actifs de performance contribuent à hauteur de 3,17 %.

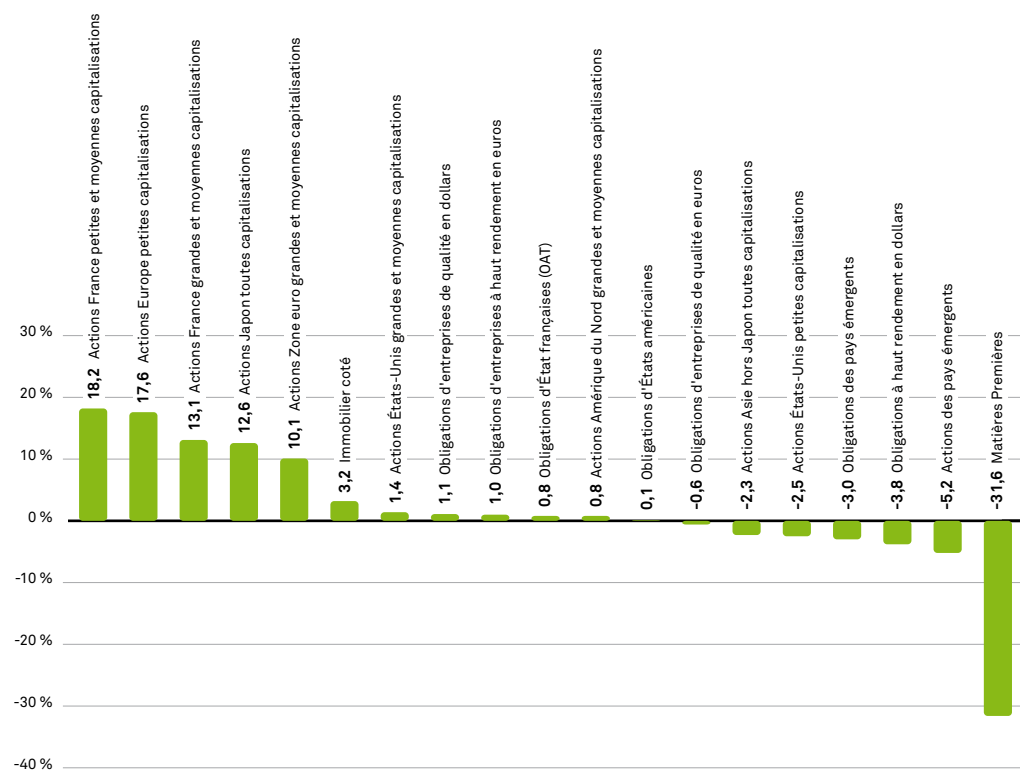
Les obligations d'entreprises de qualité émises en euros comme en dollars ont pâti en 2015 de la hausse de leurs primes de risque. Elles ont donc contribué négativement à la performance, mais cet effet a été compensé par la modeste performance des Obligations assimilables du Trésor (OAT).

Les actions constituent le grand moteur de performance sur l'année, puisqu'elles ont contribué à hauteur de 3,17 % à la performance. En particulier, les actions européennes expliquent 2,59 % de cet effet. En effet, les actions de la zone euro de grandes et moyennes capitalisations ont gagné plus de 10 % en 2015. De plus, le FRR surpondère les actions françaises, qui ont affiché une performance particulièrement élevée (18,2 % pour les petites capitalisations et 13,1 % pour les grandes).

La performance des actions japonaises a également été solide, à 12,6 %. Les actions des pays émergents ont en revanche contribué négativement à la performance du fonds (- 0,16 %).

Les actifs diversifiants (obligations à haut rendement et des pays émergents) ont eu un effet marginal. Enfin, la sortie définitive des matières premières du portefeuille en 2013 a permis au Fonds d'éviter de subir de lourdes pertes liées à la chute du pétrole, du gaz et des métaux (- 31,6 % en 2015).

## → Performance des indices de l'allocation stratégique du FRR au 31/12/2015



Source : Fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan).

Concernant l'allocation d'actifs, deux mouvements significatifs ont été effectués au cours de l'année 2015 :

- la poursuite de notre programme d'investissement dans l'économie française, grâce à l'augmentation de la position en petites capitalisations françaises et en fonds de dettes privées notamment ;
- une vente d'OAT (1,2 milliard d'euros) pour faire face au paiement annuel du coupon destiné à la CADES.

31/12/2014 - 31/12/2015

**CONTRIBUTION NETTE À LA PERFORMANCE  
TOTALE DU PORTEFEUILLE**

<b>ACTIFS DE PERFORMANCE</b>	<b>3,07 %</b>
Actions zone euro	1,79 %
Actions Europe + ISR Europe	0,67 %
ADECE Europe	0,06 %
ADECE Monde + ISR Monde	- 0,01 %
Actions Amérique du Nord	0,45 %
Actions Asie Bassin pacifique	0,27 %
Actions des pays émergents (via OPC)	- 0,16 %
Obligations d'entreprises à haut rendement (via OPC)	0,03 %
Obligations des pays émergents (via OPC)	- 0,03 %
<b>ACTIFS DE COUVERTURE</b>	<b>0,08 %</b>
Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros	- 0,12 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars	- 0,11 %
Adossement Passif (OAT)	0,31 %
Trésorerie globale	0,00 %
<b>FRAIS DE GESTION ADMINISTRATIVE</b>	<b>- 0,07 %</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3,08 %</b>

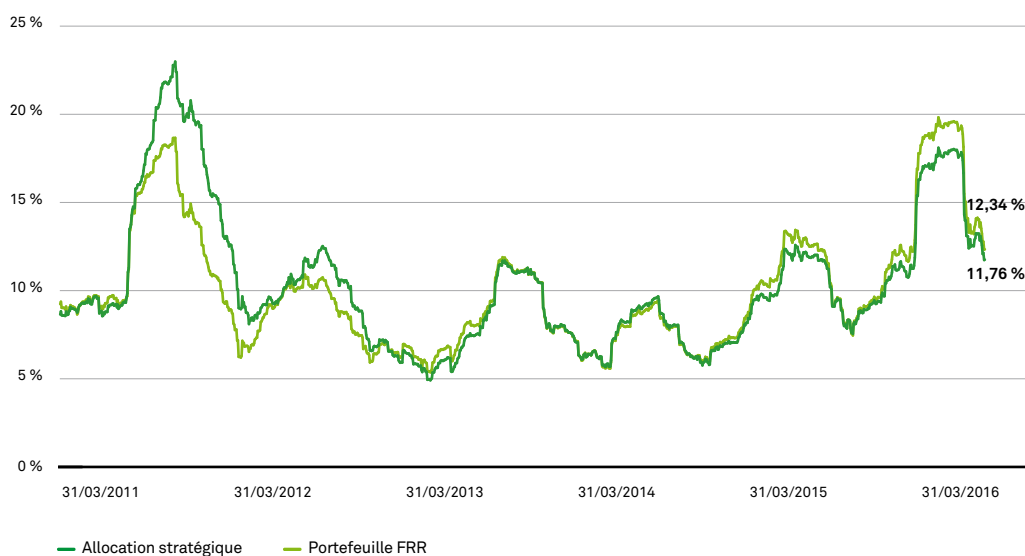
Les actions constituent le grand moteur de performance en 2015, en contribuant à hauteur de 3,17 % à la performance du FRR.

La volatilité des actifs de performance a fortement varié au cours de l'année écoulée. Elle est passée de 13 % à environ 8 % au début du 2<sup>e</sup> trimestre, avant de monter à 20 % pendant l'été et la dévaluation du yuan. En fin d'année, elle est revenue au niveau de fin 2014.

Au global, les positions tactiques du FRR ont légèrement augmenté la volatilité du portefeuille en raison :

- d'une allocation en actions un peu supérieure à la cible stratégique, sauf d'avril à l'été 2015, lorsque le portefeuille était devenu légèrement plus défensif ;
- d'une surpondération des actions euro, financée par une sous-pondération des actions américaines (moins volatiles qu'en zone euro).

## → Volatilité des actifs de performance



Source : Fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan).

En 2015, la surperformance des gestions actives externes a contribué positivement à la performance annuelle (+ 0,57 %), grâce notamment aux mandats actions, en particulier les gestions actions petites et moyennes capitalisations françaises (classées dans les actions zone euro, + 0,18 %), petites capitalisations européennes

(+ 0,19 %), Amérique du Nord (+ 0,09 %) et pays émergents (+ 0,12 %). Les gestions actives sur les entreprises de qualité, en réalisant une performance en ligne avec leur indice de référence, n'ont pas eu d'effet additionnel sur la performance du FRR, contrairement à 2014, lorsqu'elles avaient contribué à 0,09 % de la performance globale.

31/12/2014 - 31/12/2015

### CONTRIBUTION NETTE À LA PERFORMANCE DE LA MISE EN ŒUVRE DE L'ALLOCATION

ACTIFS DE PERFORMANCE		0,39 %
Actions zone euro		0,17 %
Actions Europe + ISR Europe		0,15 %
ADECE Europe		0,02 %
ADECE Monde + ISR Monde		- 0,11 %
Actions Amérique du Nord		0,07 %
Actions Asie Bassin pacifique		0,01 %
Actions des pays émergents (via OPC)		0,12 %
Obligations d'entreprises à haut rendement (via OPC)		0,01 %
Obligations des pays émergents (via OPC)		- 0,05 %
ACTIFS DE COUVERTURE		- 0,02 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros		- 0,01 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars		0,00 %
Adossement Passif (OAT)		0,00 %
GESTION DES TRANSITIONS, GESTION DE L' « OVERLAY » & EFFET DU NON-COTÉ		0,07 %
TOTAL		0,44 %



# Une gestion sécurisée, pilotée par le passif et optimisant la performance

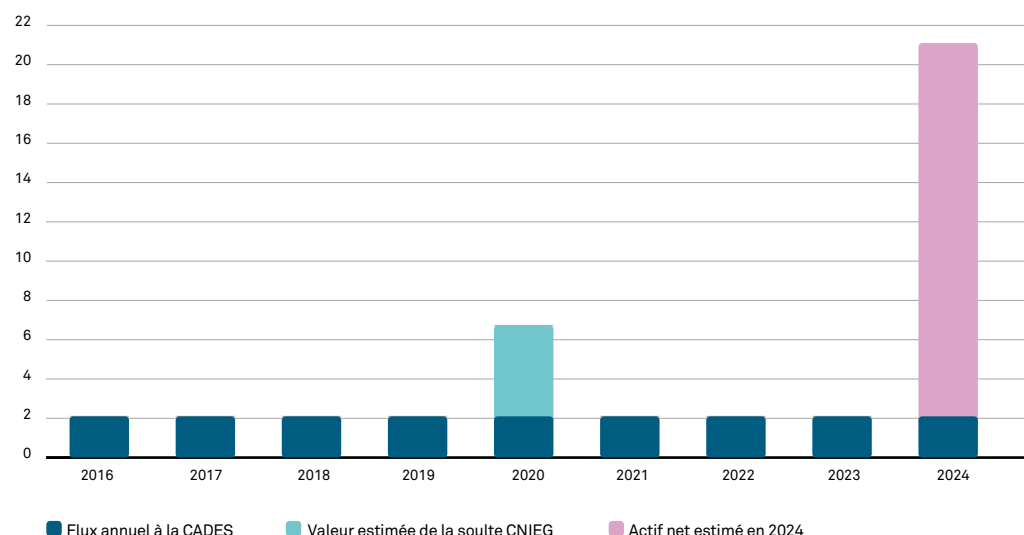
## Le FRR doit concilier deux objectifs de gestion

L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements du passif, correspondant à des versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la CADES jusqu'en 2024, et d'un flux unique en 2020 à la CNAV<sup>1</sup> au titre de la soulte CNIEG<sup>2</sup>, indexée sur la performance du FRR. Dans une gestion pilotée par un passif relativement court, la capacité à respecter cet objectif peut être évaluée à tout moment grâce au risque sur le

surplus. Celui-ci se définit comme la différence entre l'actif net et le passif actualisé du FRR<sup>3</sup> et doit être supérieur à 0. Au 25 avril 2024, lorsque le FRR n'aura plus d'engagements au passif, le surplus sera égal à l'actif.

Dans le respect de ce premier objectif, un second objectif est de maximiser la valeur du surplus au cours du temps. En particulier, le FRR doit créer de la valeur pour l'État, c'est-à-dire obtenir une performance supérieure au coût de la dette publique française.

### → Passif et actif estimé du FRR (en milliards d'euros)



1 Caisse nationale d'assurance vieillesse.

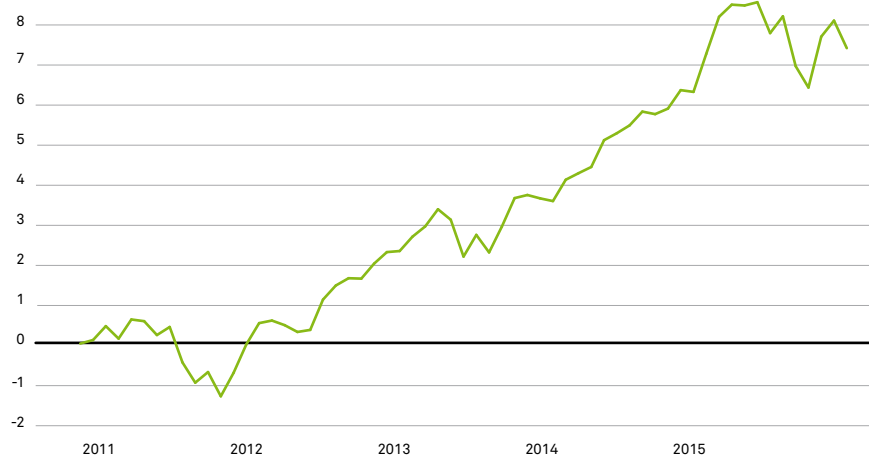
2 Caisse nationale des industries électriques et gazières.

3 L'actualisation est effectuée au moyen de taux d'intérêt « zéro coupon » de la courbe des emprunts d'État français.

## CRÉATION DE VALEUR DU FRR POUR L'ÉTAT

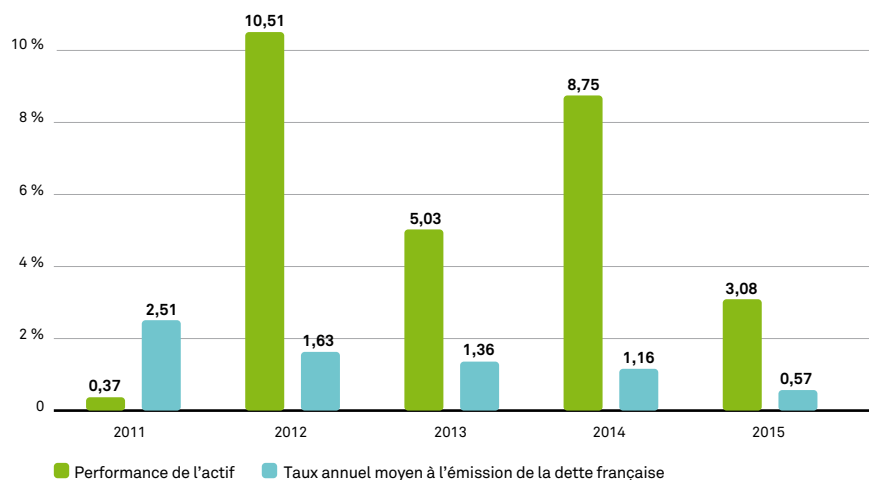
Depuis la mise en place du nouveau modèle de gestion basé sur le passif, début 2011, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français de 7,4 milliards d'euros, en progression de 1,1 milliard au cours de l'année 2015. Cette somme de 7,4 milliards d'euros correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR (ajusté des abondements et décaissements) depuis 2011 et ce qu'a coûté la dette que l'État a dû émettre (au taux moyen) au lieu d'utiliser pour son financement les sommes gérées par le FRR.

### → Création de valeur du FRR par rapport à un investissement au coût de la dette française (en milliards d'euros)



Ainsi, au cours des cinq dernières années, l'actif du FRR a obtenu une performance annualisée de 5,5 % (3,2 % en 2015) et le taux annuel moyen de la dette souveraine française s'est élevé à 1,4 % (0,6 % en 2015).

### → Performance annuelle de l'actif du FRR et coût moyen pondéré de la dette française

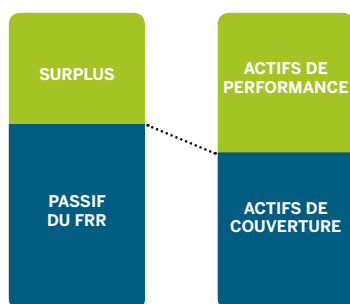


Source : FRR, Agence France Trésor.

### Objectif principal : assurer les paiements inscrits au passif

Le respect de cet objectif est estimé grâce à plusieurs métriques de risque sur le surplus.

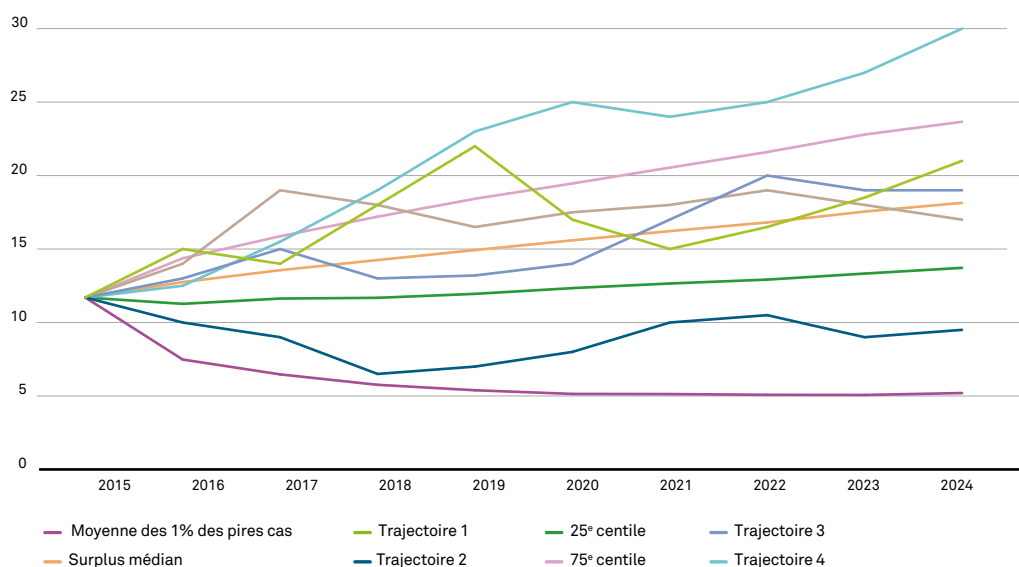
Le risque de taux est lié à la couverture du passif. Les actifs de couverture permettent en effet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. Pour cela, même dans un contexte de taux extrêmement bas, ils doivent représenter une part importante du passif. Les actifs de couverture comprennent des OAT<sup>4</sup> délivrant des flux (grâce aux émissions arrivant à maturité et aux coupons) proportionnels aux engagements du passif et des obligations d'entreprises de qualité (notées au moins BBB-), émises en euros ou en dollars.



Le FRR dispose d'un surplus égal à la différence entre son actif net et la valeur actualisée de son passif. Le montant des actifs de couverture peut alors être légèrement inférieur à celui du passif, sans menacer le paiement des engagements (en 2015, la partie du passif non couverte par les actifs de couverture est restée très modeste, de 5 % à 15 %). Ceci permet d'investir davantage dans des actifs présentant une espérance de performance plus élevée (actions, obligations à haut rendement et des pays émergents), en raison notamment des niveaux de taux d'intérêt actuels. Un ensemble de mesures de risque permet de vérifier que tous les versements à la CADES seront bien effectués, même en cas de scénario très adverse.

Le risque global du portefeuille est estimé à la fois sur le court terme et le long terme. Sur le long terme, nous simulons un grand nombre de trajectoires possibles d'évolution du surplus jusqu'en 2024 (cf. graphique), et estimons, à tout moment, la valeur du surplus dans la moyenne des 1 % des pires cas. Celle-ci doit être positive à tout moment, et nous gardons même une marge de sécurité, afin de tenir compte du risque de modèle inhérent à ce type d'exercice.

### → Simulation de l'évolution du surplus jusqu'en 2024 (en milliards d'euros)



4 Détenues jusqu'à maturité.

Sur le court terme, nous paramétrons un scénario « catastrophe », qui reprend les pires configurations des 20 dernières années sur chaque facteur de risque du FRR. Dans chaque cas, le surplus du FRR reste supérieur à 0.

Fin 2015, la poche de performance représentait 48,9 % de l'actif net, contre 46,9 % un an avant.

### Source de risque

### Pire scénario historique

Actions pays développés	- 53 %
Actions pays émergents	- 57 %
Actions pays développés couvertes (via la mise en place de stratégies de couverture optionnelles systématiques)	- 30 %
Obligations d'entreprises à haut rendement	- 35 %
Obligations des pays émergents	- 30 %
Crédit des obligations d'entreprises de qualité en euros (performance relative par rapport à l'adossement)	- 17 %
Crédit des obligations d'entreprises de qualité en dollars (performance relative par rapport à l'adossement)	- 20 %
Passif	7 %

Pour le FRR, le pire scénario est une hausse importante du passif, car le passif est sous-couvert à 87 % fin 2015. Ainsi, si le passif progresse de 7 %, l'actif ne gagnera, en montant, que 87 % de la progression du passif (en montant). Cependant, ce scénario « catastrophe » est particulièrement sévère sur les taux, puisqu'il implique que la courbe de taux française passe largement négative sur toutes les maturités (à - 1 %).

### Second objectif : créer une valeur importante

Tout en assurant le paiement des versements inscrits au passif, le FRR cherche à maximiser sa performance. Il investit notamment en actions et en obligations à rendement élevé telles que des obligations des pays émergents, des obligations d'entreprises ou des prêts à l'économie. Le montant investi en actifs de couverture n'étant que de 87 % du passif, le FRR peut investir davantage en actifs de performance.

Nous estimons que, fin 2015, 1 euro placé dans le FRR crée 25 centimes de valeur actualisée pour l'État, à allocation constante<sup>5</sup>. De plus, chaque apport additionnel peut créer jusqu'à

50 centimes de valeur par euro si le FRR utilise la marge de manœuvre supplémentaire<sup>6</sup> offerte pour investir davantage en actifs de performance, à risque égal. A contrario, tout retrait détruit 50 centimes de valeur par euro, en obligeant à sécuriser l'allocation.

### Décomposition des actifs de couverture et de performance en 2015

Au 31 décembre 2015, le portefeuille du FRR se composait :

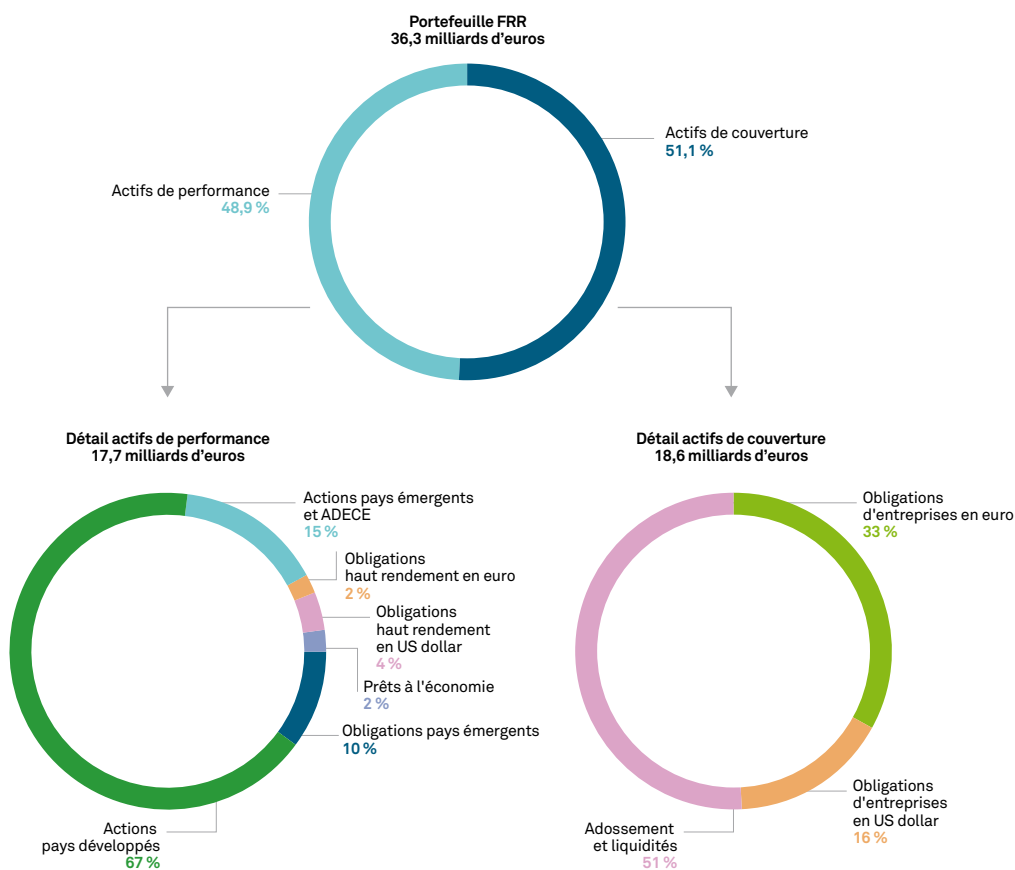
- d'actifs de performance représentant 17,7 milliards d'euros, c'est-à-dire 48,9 % de l'actif net du FRR, contre 46,9 % à la fin de 2014. Ce changement de poids résulte notamment de l'apparition dans l'allocation stratégique 2015 (pour 6 %) d'actions assorties de stratégies de couverture en options ;
- d'actifs de couverture représentant 18,6 milliards d'euros, soit 51,1 % de l'actif net du FRR contre 53,1 % à la fin de l'année 2014.

Les actifs d'adossements représentent 47 % des actifs de couverture. Ils sont détenus jusqu'à maturité.

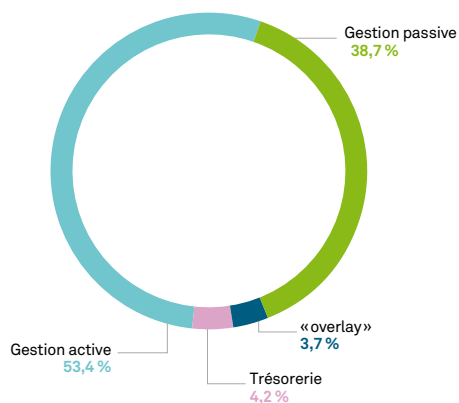
<sup>5</sup> Calculé comme le montant supplémentaire espéré en 2024 grâce à l'apport de cet euro, actualisé au taux des OAT en 2015.

<sup>6</sup> L'apport fait progresser l'actif, à passif inchangé. Il est donc plus aisé de payer le passif.

## → Portefeuille du FRR au 31/12/2015

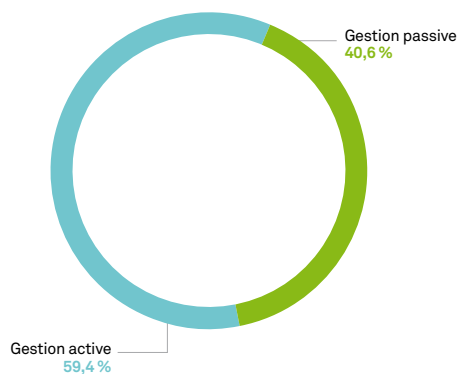


## → Répartition des types de gestion\*



\* Correspondant au 31/12/2015 à 1,3 milliard d'euros pour la gestion overlay, 1,5 milliard d'euros pour gestion courante de la trésorerie, 14,1 milliards d'euros pour la gestion passive et 19,4 milliards pour la gestion active.

## → Répartition des types de gestion sur l'assiette des actifs investis en actions (hors « overlay »)\*\*



\*\* Correspondant au 31/12/2015 à 4,9 milliards d'euros pour la gestion passive et 7,2 milliards pour la gestion active.

## La répartition des poches et des grandes classes d'actifs

Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion attribués par voie d'appels d'offres de marchés publics ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. La sélection des prestataires fait, dans tous les cas, l'objet d'une analyse et d'un avis du Comité de Sélection des Gérants. Un mandat de gestion dit « transversal » (ou « overlay »), permet de couvrir le risque de change du FRR et, via des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres.

Le portefeuille du FRR est composé à la fois de mandats de gestion passive de montants unitaires importants et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante.

Plusieurs classes d'actifs (dettes émergentes, actions émergentes, dettes d'entreprises à haut rendement, fonds de prêts à l'économie, et gestion monétaire) font l'objet d'investissements via des OPC, principalement gérés selon une approche active.

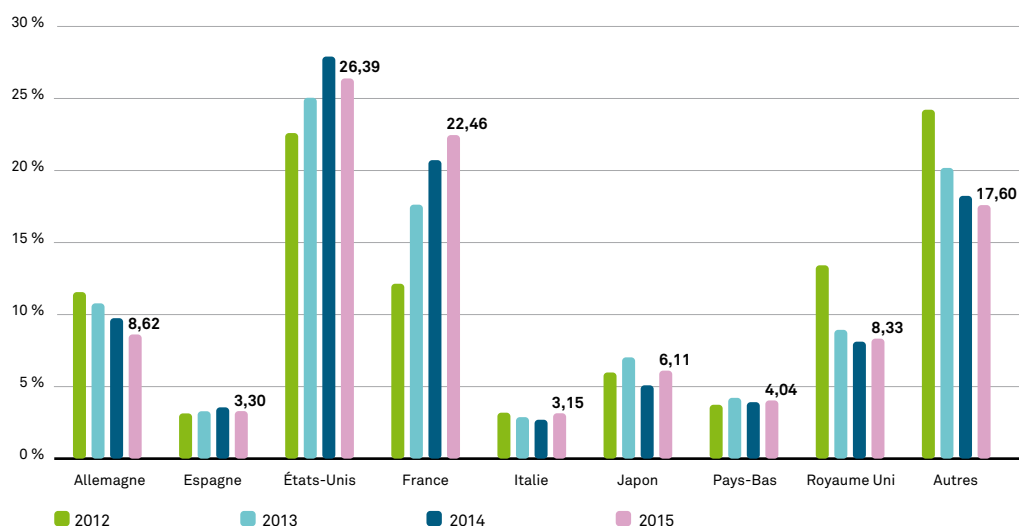
Cette approche « cœur-satellite » mise en place sur les mandats de gestion vise à garantir, au plus faible coût possible, une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concentré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer. Au 31 décembre 2015, les gestions actives représentent environ 53 % de l'actif net total du FRR et 59 % des investissements en actions.

## Les actifs de performance

Au 31 décembre 2015, la valeur boursière du portefeuille d'actions s'élevait à 12,1 milliards d'euros (hors « overlay »).

Sur le plan géographique, l'augmentation de la part des investissements en zone euro de 41 % en 2012 à 49 % en 2015, s'explique en 2012 par l'activation de mandats ADECE (Actions déve-

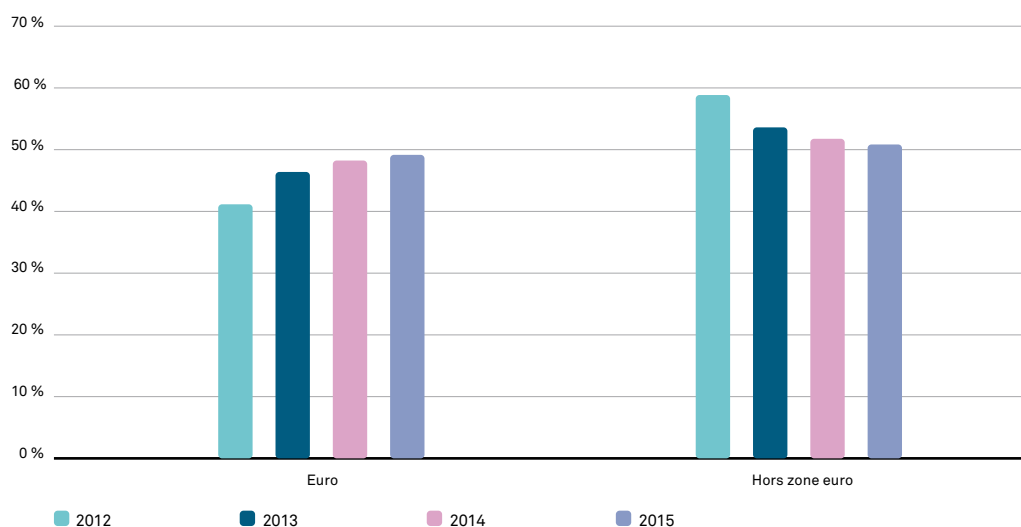
## → Évolution de la répartition géographique des mandats actions



loppées exposées à la croissance émergente), et en 2013 par l'activation des mandats de gestion gérés selon des critères ISR, et du mandat de gestion Actions françaises Grandes capitalisations. De plus, la part des investissements en actions européennes gérés contre des indices optimisés a été transférée en investissements en actions de la zone euro pour pouvoir ainsi mieux maîtriser le risque de change. Enfin,

l'augmentation significative du poids de la France (+ 1,75 %) entre 2014 et 2015 tient à la fois à une réallocation d'investissements pour 0,5 % environ sur les petites et moyennes capitalisations françaises, et surtout à la très bonne performance en 2015 des actions françaises comparées à celles des autres pays, ce qui a augmenté leur valeur relative dans le portefeuille du FRR.

## → Évolution de la répartition par zone géographique des mandats actions



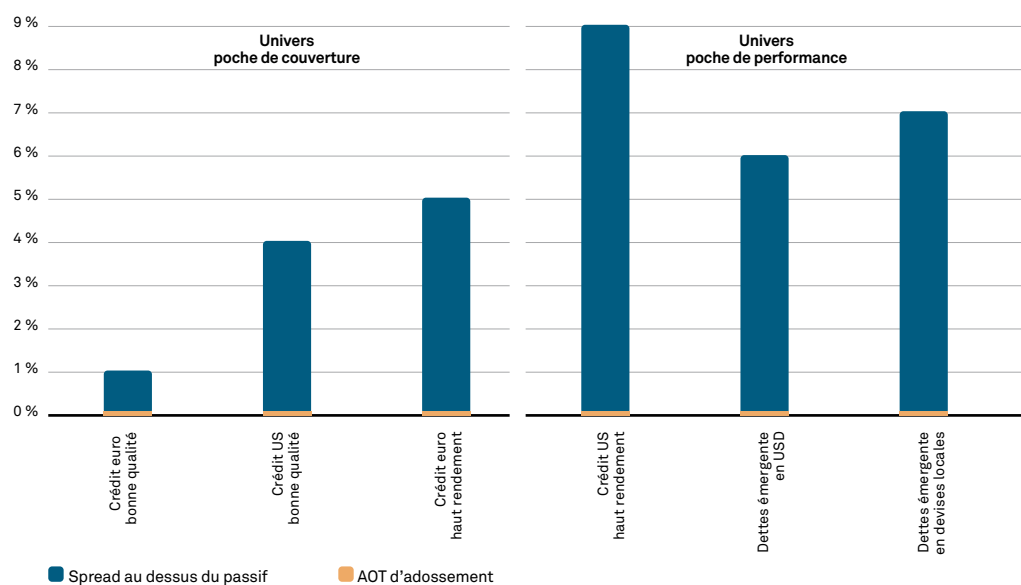
### Les actifs de couverture

Cette poche représente, au 31 décembre 2015, environ 51 % de l'actif net du FRR. Elle est composée majoritairement de mandats de gestion mettant en œuvre une gestion adossée de type « buy and hold<sup>7</sup> » en emprunts d'État français afin d'honorer une part substantielle des flux de paiement à la CADES d'ici 2024.

La baisse continue des taux obligataires des emprunts d'État ces dernières années a conduit le FRR à poursuivre la diversification de la poche de couverture vers les obligations d'entreprises afin de bénéficier d'un rendement supplémentaire qui représente maintenant l'essentiel de la rémunération des titres obligataires.

<sup>7</sup> Gestion obligataire dans laquelle les titres en portefeuille sont conservés en principe jusqu'à leur maturité.

## → Rendement comparé des OAT d'adossement (passif FRR) et des autres indices crédits



En 2015, le FRR a renforcé sa position sur les obligations d'entreprises de bonne qualité en euros (« Investment Grade ») les portant à 16,3 % de l'actif net. Les obligations d'entreprises de la zone euro et des États-Unis représentent alors ensemble plus de 45,6 % de la poche de couverture.

Les obligations émises en dollars sont couvertes du risque de change.

Le portefeuille de couverture bénéficie d'une bonne qualité de crédit : les émetteurs les moins bien notés (à partir de BBB+) de la poche sont limités à 28,5 %, et sont, malgré tout, notés au moins BBB-.

En ce qui concerne les émetteurs de la poche de couverture, plus de 47 % des actifs obligataires sont des emprunts d'État français, 23 % sont émis par des banques et 30 % par des entreprises. Si l'on devait également prendre en compte les actifs obligataires détenus dans la poche de performance qui représentent 16 % du total des actifs obligataires du FRR toutes poches confondues, ces proportions atteindraient 40 % pour les emprunts d'État français, 19 % pour les banques et 25 % pour les entreprises de bonne qualité de crédit.

En 2015, un appel d'offres concernant l'attribution de 11 mandats de gestion d'obligations d'entreprises émises en euro et en US dollars a été finalisé. Cet appel d'offres portant sur un montant de 8,5 milliards d'euros est un des plus importants de l'histoire du FRR et concerne plus de 50 % de la poche de couverture.

Plus de 47 % des actifs obligataires de la poche de couverture sont des emprunts d'État français.

## L'investissement du FRR dans l'économie française

Le FRR a réaffirmé en 2015 son rôle et son utilité dans l'accompagnement de la croissance française au travers de quatre canaux d'investissements distincts :

- les actions cotées de petites et moyennes sociétés françaises : elles sont sélectionnées par des gérants pratiquant un engagement réel sur le long terme pour être accompagnées dans leur croissance et leur développement. Les cinq mandats, activés en mai 2014 pour un montant initial de 300 millions d'euros, ont été abondés par deux fois en 2015 (début janvier et courant septembre) pour un total de 155 millions d'euros ;
- le financement en dettes et en fonds propres d'entreprises françaises dans le cadre de la dernière initiative de place lancée par les investisseurs institutionnels français (la Caisse des Dépôts, les assureurs, le FRR et des caisses de retraite) : les SICAV NOVI dans lesquels le FRR s'est engagé à investir 145 millions d'euros, soit 25 % des encours globaux recueillis sur ces fonds. Le FRR a d'ailleurs été nommé président du conseil d'administration de l'une des SICAV et administrateur de l'autre ;
- la dette privée : le financement en dettes des entreprises s'est poursuivi au cours de l'année 2015, avec la participation à trois fonds gérés par Idinvest Partners, BNP PAM et CM-CIC Private Debt pour un total de 275 millions d'euros à la fin du premier semestre de 2015, ce qui porte à 575 millions d'euros le total de ces financements réalisés depuis 2013 ;
- l'immobilier français : le FRR s'est engagé pour un total de 200 millions d'euros dans le Fonds de Logement Intermédiaire (FLI) commercialisé par la SNI, plaçant le FRR comme premier porteur de ce fonds dont l'objectif est la construction et la gestion locative de logements intermédiaires destinés à une partie des classes moyennes exclues du marché locatif dans de nombreuses régions françaises.



## ACTUALITÉS SUR LES APPELS D'OFFRES

Le FRR a lancé le 23 janvier 2015 un appel d'offres visant à sélectionner plusieurs prestataires de service d'investissement pour la gestion financière de mandats de gestion active composés d'obligations d'entreprises et autres titres de créance émis en euro (lot 1) et en US dollars (lot 2) de la catégorie « Credit Investment Grade ». À l'issue de son processus de sélection, le FRR a ainsi pu attribuer en fin d'année 2015 :

- six mandats pour le lot 1 (euro) à six prestataires\* différents, pour un montant indicatif de 5,5 milliards d'euros ; et
- cinq mandats pour le lot 2 (US dollars) à cinq prestataires\*\* différents, pour un montant indicatif de 3 milliards d'euros.

Le FRR a lancé au cours de l'année 2015 une procédure négociée portant sur la sélection de prestataires de services d'investissement capables d'optimiser une réplification d'indices « actions », à la fois avec une approche environnementale, sociale et de gouvernance (« ESG ») pour un montant de 3 milliards d'euros.

Compte tenu du caractère novateur de ce type de gestion qui nécessite de nombreux échanges, la finalisation de cet appel d'offres devrait intervenir dans le courant de l'année 2016.

L'appel d'offres « Gestion overlay » a été finalisé courant 2015 par la sélection de deux gestionnaires.

En outre, le FRR a procédé par voie d'appel d'offres au renouvellement des mandats de ses commissaires aux comptes et de son agence de communication.

\* Allianz Global Investors GmbH, AXA Investment Managers Paris, HSBC Global Asset Management (France), Insight Investment Management (Global) Limited, Kempen Capital Management N.V., La Banque Postale Asset Management.

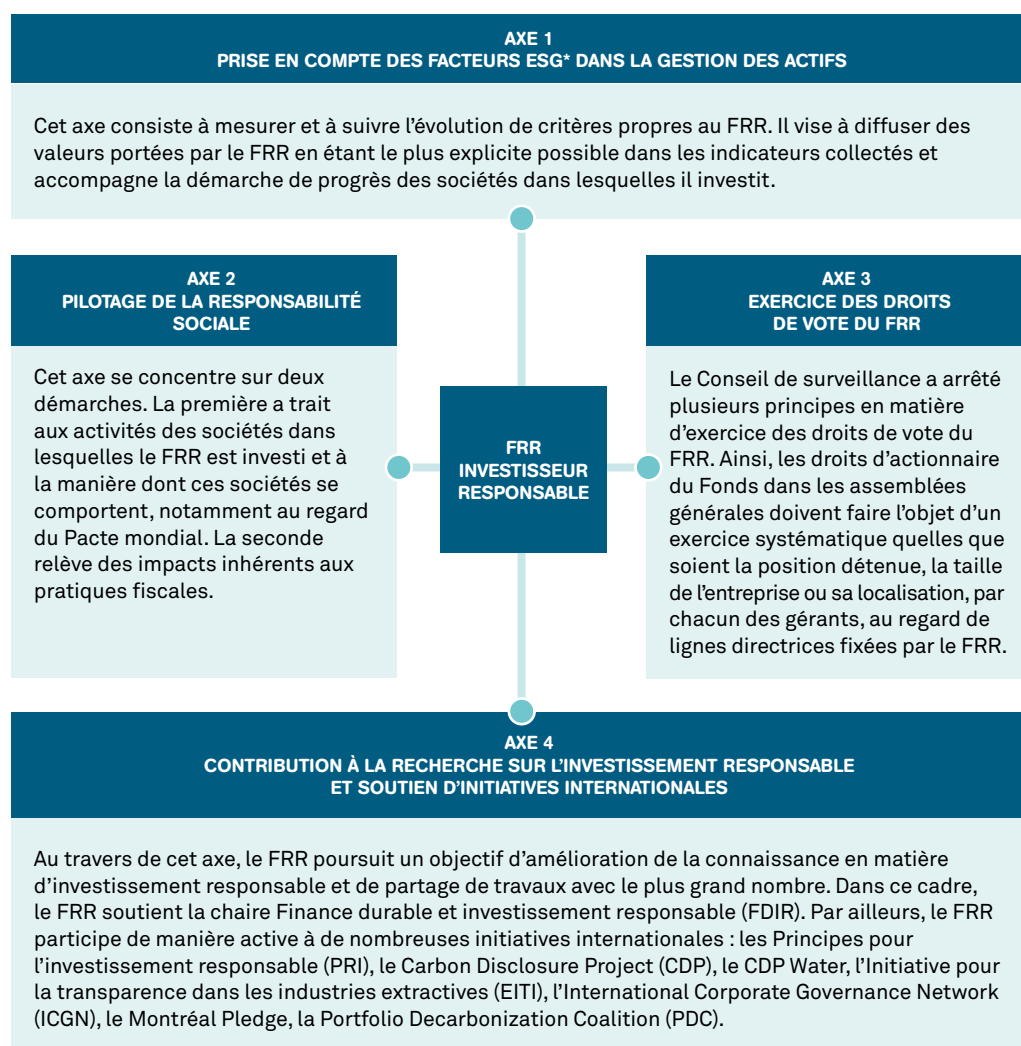
\*\* AXA Investment Managers Paris, BFT Investment Managers, BlackRock Investment Management (UK) Limited, Morgan Stanley Investment Management Limited, Wells Fargo Securities International Limited.

# L'investissement socialement responsable au cœur de la gestion du FRR

## Le FRR a renouvelé sa stratégie d'investissement responsable pour la période 2013-2018

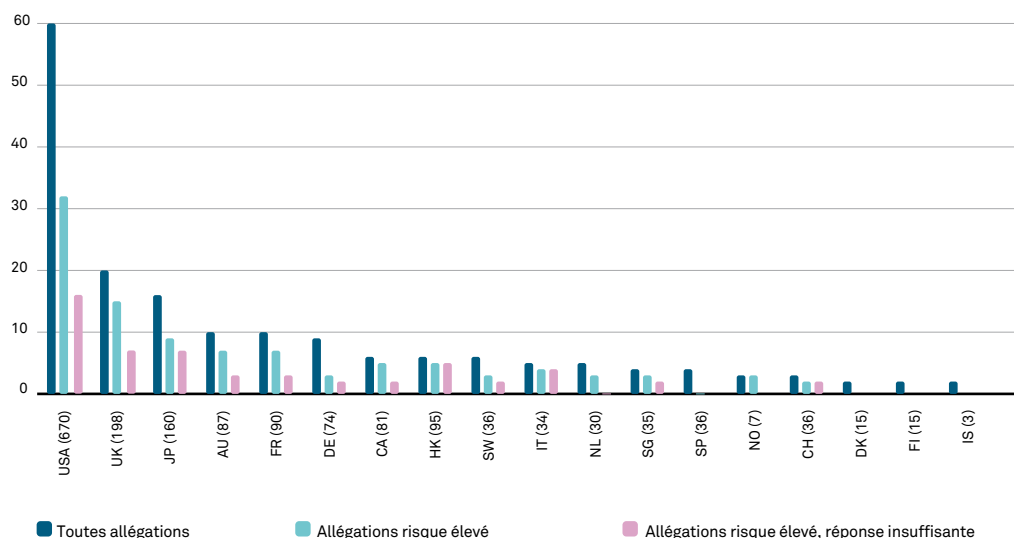
En 2013, le Conseil de surveillance du FRR a adopté une nouvelle stratégie d'investissement responsable. La stratégie 2013-2018 se décline en quatre axes principaux au sein d'un dispositif de suivi régulier effectué par le Comité de l'investissement responsable (CIR) composé de membres du Conseil de surveillance du FRR et d'experts.

### FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE : RAPPEL DES PRINCIPES



\* Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

## → Répartition des pays développés par type d'allégation, en nombre d'entreprises (pays développés)



Source : EIRIS Ltd.

### Le suivi des risques extra-financiers

Chaque année, le FRR fait analyser les risques extra-financiers de son portefeuille au regard des principes du Pacte mondial et des conventions sur les armes prohibées par un prestataire externe.

En 2015, 236 entreprises, soit 4,3 % des émetteurs du portefeuille analysé, font l'objet de 330 allégations contre 323 en 2014. Parmi les entreprises identifiées, 76 le sont pour 89 allégations graves et non résolues. Ces émetteurs font tous l'objet d'une surveillance particulière de la part du FRR et de son prestataire Eiris.

### Répartition par zone géographique

En termes de répartition géographique des allégations, 160 entreprises se trouvent dans des pays développés contre 146 en 2014 et 76 entreprises dans les pays émergents contre 81 en 2014.

La majorité des allégations de violation de normes internationales concerne des entreprises dont le siège social est aux États-Unis, avec un total de 60 entreprises visées. 8,9 % des entreprises américaines analysées par Eiris font l'objet d'allégations. Ce pourcentage est similaire en Europe (9,95 %) et légèrement supérieur en France (11,11 %). Ces chiffres sont stables entre 2014 et 2015.

### Répartition par domaine

Comme par le passé, la majorité des allégations relevées au niveau du portefeuille global concerne le travail (47 % du portefeuille FRR). Quelle que soit la zone géographique, les allégations relatives au travail ont augmenté. Elles concernent essentiellement la « Santé et sécurité » et le travail forcé. On notera cette année, l'augmentation des allégations concernant le droit syndical (4 en 2015 contre 1 en 2014).

50 % de ces allégations, quel que soit le domaine (Travail, Environnement, Droits de l'Homme, et Corruption) sont catégorisées avec un risque élevé. On observe des proportions similaires dans les autres domaines. Les allégations concernant les Droits de l'homme sont les moins nombreuses, avec celles relatives au blanchiment (Eiris a ajouté dans son analyse depuis 2014 des indicateurs concernant le blanchiment d'argent). Trois cas seulement ont été identifiés dans le portefeuille du FRR en 2015 : deux avec un risque élevé et un niveau de réponse suffisant et un avec un risque moyen et un niveau de réponse suffisant. Ce risque semble donc limité, compte tenu du niveau de réponse satisfaisant apporté par les entreprises.

Dans les cas de controverses identifiées, les entreprises des pays émergents sont plus risquées que celles issues des pays développés. En effet, ces dernières répondent moins bien aux allégations dont elles font l'objet, le pour-

centage de réponses jugées insuffisantes par Eiris est de 43,4 % pour les pays émergents contre 26,9 % pour les pays développés.

### Répartition par secteur

Le secteur d'activité le plus touché est celui de l'industrie, avec 52 entreprises faisant l'objet d'allégations, dont 16 ayant un risque élevé et une réponse insuffisante. Le secteur des matériaux de base est également concerné avec 40 entreprises. Le secteur du pétrole et du gaz arrive désormais, avec 28 entreprises, après celui des biens de consommation et celui des services à la consommation. C'est dans les secteurs des services aux collectivités, du pétrole et du gaz et de la santé qu'on trouve la plus haute proportion de cas représentant un risque élevé et une réponse insuffisante. La proportion de cas graves y est de l'ordre de 50 % alors qu'elle est plutôt de 30 % dans les autres secteurs.

Le secteur des télécommunications est le moins touché, avec seulement quatre allégations.

### Une analyse par zone géographique des risques élevés

Les entreprises avec un risque élevé représentent, en nombre, 1,39 % des sociétés du portefeuille (4 % en capitalisation).

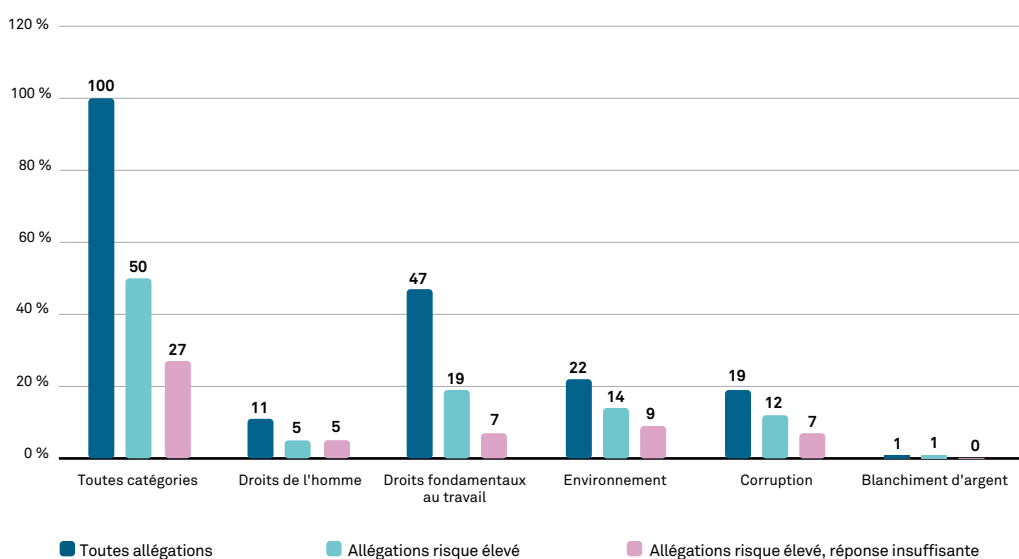
La volumétrie des allégations constatées sur les marchés développés est en hausse : 43 font l'objet d'allégations relatives au Pacte mondial représentant un risque élevé, avec une réponse insuffisante ou nulle de la part de l'entreprise, contre 39 en 2014. Aucune entité n'a été identifiée comme étant liée à la fabrication d'armes chimiques, bactériologiques, de mines antipersonnel (MAP) et de bombes à sous-munitions (BASM).

Le nombre d'allégations graves observées sur les marchés émergents est stable. 33 font l'objet d'allégations relatives au Pacte mondial représentant un risque élevé avec une réponse insuffisante ou nulle de la part de l'entreprise. Par rapport au portefeuille de 2014, le nombre d'entreprises des pays émergents faisant l'objet d'allégations à risque élevé et ayant une réponse insuffisante a augmenté d'une entreprise. Le nombre de controverses graves rapporté au nombre de valeurs du portefeuille du FRR est identique entre les pays développés et émergents (respectivement 1,40 % contre 1,39 %).

### Exclusions liées aux armes prohibées

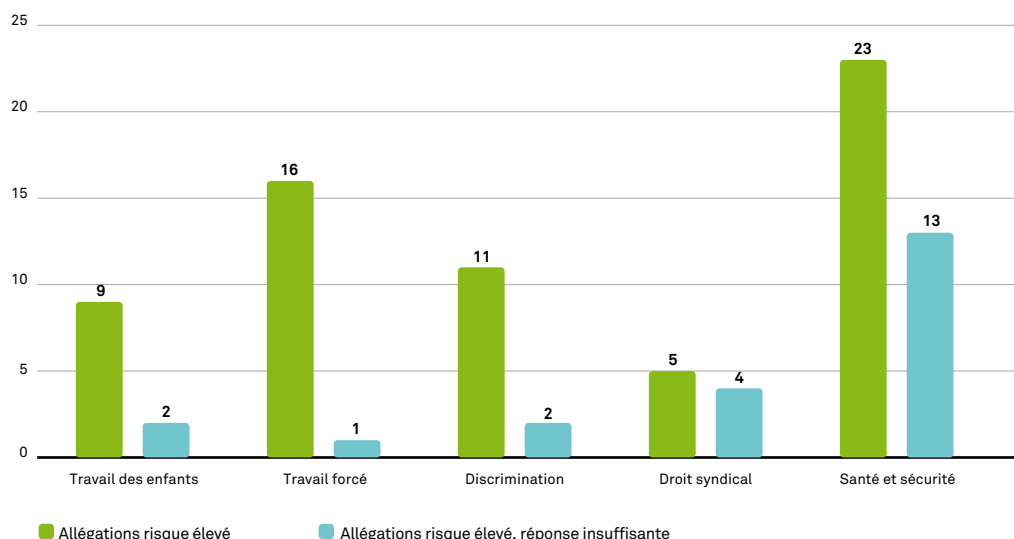
En ce qui concerne les armes prohibées, le FRR a inscrit trois nouvelles entreprises dans sa liste d'exclusions en 2015. Il s'agit des sociétés China Aerospace Science and Technology Corporation, China North Industries Corporation et Motovilikhinskiye Zavody.

## → Répartition des allégations par catégorie et niveau de risque, en % du nombre total d'allégations (détenitions directes + indirectes)



Source : EIRIS Ltd.

→ Répartition du nombre d'allégations concernant les droits fondamentaux au travail, par domaine (détentions directes + indirectes)



Source : EIRIS Ltd.

La liste d'exclusions du FRR au 17 avril 2015 porte donc sur 20 entreprises :

Société	Pays
Aeroteh	USA
Alliant Techsystems	USA
Aryt Industries	Israël
China Aerospace Science and Technology Corporation	Chine
China North Industries Corporation	Chine
General Dynamics	USA
Hanwha Corporation	Corée du Sud
Hellenic Defense Systems	Grèce
Israel Military Industries	Israël
L-3 Communications Holdings	USA
Larsen & Toubro	Inde
Lockheed Martin	USA
Motovilikhinskiye Zavody	Russie
Poongsan Holdings	Corée du Sud
Raytheon	USA
Roketsan	Turquie
Singapore Technologies Engineering	Singapour
Tata Power	Inde
Temasek Holdings	Singapour
Textron	USA

### En 2015, le FRR a été actif dans trois initiatives collaboratives :

#### ○ La gestion des risques liés à la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du textile au sein des PRI<sup>1</sup>

Constatant que, en dépit des efforts mis en œuvre par les entreprises du secteur, les mauvaises conditions de travail et les violations des droits de l'homme demeurent des problématiques récurrentes dans la chaîne d'approvisionnement, sept investisseurs institutionnels français dont le FRR ont décidé de lancer en 2014 une initiative collaborative, animée par Mirova, sur la gestion des risques liés à la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du textile.

Les principaux objectifs sont d'améliorer la transparence, de cartographier les risques sociaux, de renforcer les relations avec les fournisseurs et de développer des initiatives sectorielles.

#### ○ Le lobbying climatique au sein conjointement des PRI et de l'IIGCC

Malgré leur soutien affiché aux politiques climatiques, de nombreuses sociétés cotées sont impliquées indirectement dans des actions de lobbying via leurs associations professionnelles contre les politiques climatiques. Le dialogue mis en place au sein de cette initiative se concentre sur cette incohérence et vise à améliorer la transparence des activités de lobbying des sociétés cotées.

<sup>1</sup> Principes pour l'Investissement Responsable.

## LA CHAIRE « FINANCE DURABLE ET INVESTISSEMENT RESPONSABLE »

La chaire « Finance durable et investissement responsable » codirigée par Sébastien Pouget (Université Toulouse 1 Capitole, IDEI-TSE et IAE) et Patricia Crifo (département d'économie de l'École polytechnique) a été créée en 2007 sous l'impulsion du Fonds de réserve pour les retraites. Elle rassemble, à ce jour, des investisseurs tels qu'Allianz Global Investors, Amundi Asset Management, La Banque Postale Asset Management, la Caisse des Dépôts, Candriam, Ecofi Investissements, Edmond de Rothschild Asset Management, Groupama Asset Management, HSBC Global Asset Management et Neufilize OBC Investissements.

Les travaux de la chaire ont porté sur quatre projets de recherche prioritaires (pour la période 2013-2015) axés sur la motivation des investisseurs pour l'ISR, le lien entre la performance extra-financière et les marchés obligataires, la gouvernance des entreprises et l'engagement actionnarial.

Depuis 2014, deux projets ont été ajoutés. Le premier, initié par le FRR, cherche à mettre en évidence un lien entre la performance ESG des petites et moyennes entreprises, la stabilité de leurs actionnariats et leurs performances financières. Une première analyse des données fait émerger les résultats préliminaires suivants dont il conviendra de confirmer la validité et d'affiner les implications. D'abord, les entreprises de petites et moyennes capitalisations dont plus de 20 % du capital est détenu par une famille apparaissent comme plus performantes au niveau économique (taux de rentabilité de l'actif et valorisation boursière plus élevée) ainsi qu'au niveau de la responsabilité sociale.

Ensuite, une proportion élevée d'actions détenues par les salariés semble être associée à une meilleure performance financière et extra-financière. Ce résultat est cohérent avec les hypothèses. En effet, les salariés peuvent être considérés comme ayant un horizon de placement de long terme.

Le second projet traite de l'engagement lors des assemblées générales. Concernant ce dernier sujet, un article d'un chercheur de la chaire a démontré que, sur la période 2007-2013, le nombre de propositions liées aux mauvaises pratiques de gouvernance dans l'univers du SBF 120 était négativement corrélé aux scores sociaux et environnementaux des entreprises.

En 2015, le FRR a décidé de prolonger son soutien à la chaire pour une nouvelle période de trois ans (2016-2018).

### ○ Les droits humains dans le secteur extractif au sein des PRI

Cette initiative vise à comprendre comment les politiques relatives aux droits de l'homme sont mises en œuvre par les entreprises extractives, notamment dans le contexte de partenariat avec des entreprises locales ou des États.

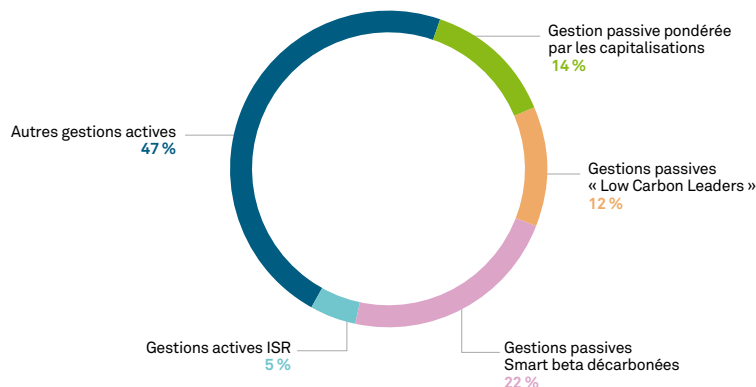
Un engagement fort pour réduire l'empreinte carbone des investissements en actions

## Le FRR poursuit sa politique en matière de décarbonation du portefeuille actions

Depuis 2014, le FRR a décidé de réduire significativement l'exposition de ses investissements actions aux émissions carbone et aux réserves fossiles. Le but principal est d'agir en tant qu'investisseur responsable, tout en cherchant à optimiser le rendement et le risque sur le long terme.

La décarbonation du portefeuille actions a été largement mise en œuvre au travers des portefeuilles de gestion passive investis en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique (hors Japon). À la fin de l'année 2014, le FRR avait décarboné ses portefeuilles pour environ 1,1 milliard d'euros (600 millions d'euros en Europe et 500 millions d'euros en Amérique). À fin 2015, ce chiffre a été porté à 3,35 milliards d'euros, en

## → Actions des pays développés : répartition des différentes gestions à fin 2015



augmentation de 2,25 milliards d'euros. Pour arriver à un tel résultat, et décarboner un peu plus des deux tiers de ses portefeuilles de gestion passive actions, le FRR a eu recours des indices spécifiques : les indices « Low Carbon Leaders » et l'indice composite « smart beta » du FRR.

### Le FRR intègre des indices « Low Carbon Leaders » dans la gestion actions

Les indices « Low Carbon Leaders » ont été créés par le fournisseur d'indices MSCI, en collaboration avec le FRR, le fonds de réserve suédois AP4 et le gestionnaire d'actifs Amundi Asset Management. Ces indices sélectionnent les entreprises de façon à réduire d'au moins 50 % l'intensité des émissions de carbone<sup>2</sup> et des réserves fossiles<sup>3</sup>. De plus, au moins 70 % des valeurs de chaque secteur sont conservées.

Ainsi, chaque entreprise est encouragée à réduire ses émissions, même au sein de secteurs plus polluants par nature mais nécessaires à l'activité. Enfin, d'un point de vue financier, la minimisation de l'écart de suivi par rapport aux indices pondérés par la capitalisation limite le risque de cette approche puisque l'écart de suivi reste en dessous de 1 %. Par conséquent, en l'absence de changements d'environnement (comme de nouvelles réglementations ou de taxes carbone), les performances des indices « Low Carbon Leaders » devraient rester proches de celles des indices pondérés par les capitalisations. Depuis leur mise en place sur l'Europe et l'Amérique du Nord, fin 2014, ces indices ont généré une surperformance de respectivement 2 % et 1,5 %.

Sélection des 80 % des valeurs ayant le moins d'émissions de carbone (rapportées au chiffre d'affaires), en gardant au minimum 70 % de la capitalisation de chaque secteur.

Sélection des valeurs ayant le moins de réserves fossiles (rapportées à la capitalisation de marché) pour diminuer de 50 % les réserves fossiles dans l'indice.

Les valeurs communes aux deux filtres sont sélectionnées. Les poids sont optimisés (sous contraintes) de façon à minimiser les déviations par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations. La réduction de l'empreinte carbone et des réserves fossiles doit rester supérieure à 50 %.

<sup>2</sup> Émissions de carbone/chiffre d'affaires.

<sup>3</sup> Émissions générées par les réserves fossiles/capitalisation.

## L'investissement dans des indices composite « smart beta », vecteur de décarbonation

Le FRR réduit également l'intensité de l'empreinte et des réserves de carbone du portefeuille actions grâce à des investissements dans des indices « smart beta » décarbonés par les gérants.

Les indices composites « smart beta » du FRR sont calculés par le fournisseur d'indices FTSE, sur plusieurs zones géographiques. Ils sont formés de quatre indices :

- Le FTSE Minimum Variance ;
- Le FTSE Edhec-Risk Efficient ;
- Le FTSE Equal Risk Contribution ;
- Le FTSE RAFI QSR.

À ce stade, après calcul du fournisseur d'indices, ils ne sont pas encore décarbonés. En effet, contrairement aux indices « Low Carbon Leaders », la décarbonation n'est pas effectuée lors de la construction de l'indice, mais via la mise en œuvre des gérants. Ceux-ci ont ensuite pour objectif de :

- baisser l'intensité des émissions carbone et réserves fossiles d'au moins 50 % par rapport au niveau de l'indice pondéré par les capitalisations ;
- garder un écart de suivi faible (<1%) par rapport à l'indice composite « smart beta » non décarboné ;
- garder également les caractéristiques financières des indices « smart beta », comme les expositions à certains facteurs de risque ou leur diversification.

## Réduction des émissions de carbone et des réserves fossiles pour les différentes gestions passives mises en œuvre

	Réduction des émissions	Réduction des réserves fossiles
<b>« Low Carbon Leaders »</b>		
Europe	- 62 %	- 81 %
Amérique du Nord	- 50 %	- 63 %
Asie Pacifique hors Japon	- 60 %	- 71 %
<b>Smart beta</b>		
Zone Euro	- 50 %	- 50 %
Amérique du Nord	- 50 %	- 50 %
Asie Pacifique hors Japon	- 50 %	- 64 %

Source : études réalisées par MSCI pour les « Low Carbon Leaders » et par Amundi Asset Management pour les « smart beta »

## Le FRR communique sur l'empreinte carbone de son portefeuille actions

Le FRR a calculé, pour la première fois en 2007, l'empreinte environnementale (dont l'empreinte carbone) de son portefeuille. Depuis 2013, le FRR évalue chaque année son portefeuille. Cette année encore, le FRR a fait appel à la société Trucost pour mesurer l'empreinte carbone de son portefeuille d'actions des marchés développés et émergents, son exposition aux réserves d'énergie fossile (dont le charbon) ainsi que la contribution de son portefeuille à la Transition Énergétique et Ecologique (TEE). L'étude couvre les émissions générées par les activités des entreprises, leurs fournisseurs directs, leurs réserves (dont le charbon) ainsi que la contribution des entreprises du portefeuille à la Transition Énergétique et Ecologique (TEE).

Le FRR a fait le choix de mesurer son empreinte carbone selon deux méthodes, en capital et en chiffre d'affaires. L'empreinte carbone en capital est calculée pour un million d'euros investis<sup>4</sup> tandis que l'empreinte carbone en chiffre d'affaires des portefeuilles est calculée en divisant les émissions annuelles de CO<sub>2</sub> des entreprises par leurs chiffres d'affaires annuels<sup>5</sup>. Le FRR a aussi distingué l'effet sectoriel de l'effet sélection d'actifs au sein de chaque secteur.

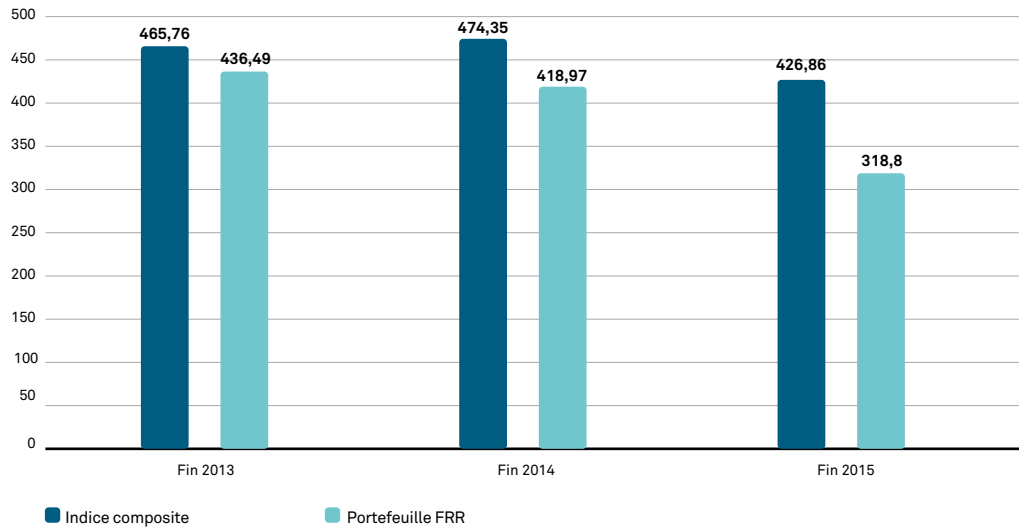
À fin 2015, l'empreinte carbone du portefeuille d'actions du FRR s'élève à 318,8 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de chiffre d'affaires.

<sup>4</sup> Ce ratio est exprimé en tonne d'équivalent CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>e) pour 1 000 000 euros investis.

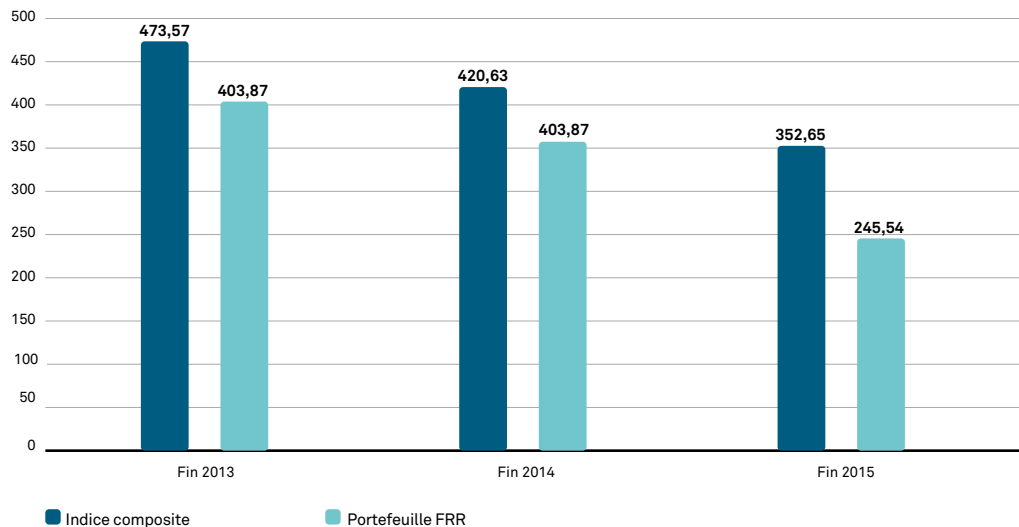
<sup>5</sup> Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>e) par million d'euros de chiffre d'affaires.



### → Méthode en intensité (par millions d'euros de chiffre d'affaires)



### → Méthode en capital (pour 1 million d'euros investis)



Elle est inférieure de 25,3 % à celle de l'indice de référence du FRR<sup>6</sup> et a diminué de 23,9 % entre 2014 et 2015, avec pour effet d'améliorer significativement la performance relative à l'indice de référence. Cette performance relative est la résultante, sur les pays développés, d'investissements effectués en 2015 sur des processus de gestion à faible intensité carbone.

Ces bons résultats s'expliquent essentiellement par l'effet de sélection des actifs dans les secteurs à forts enjeux environnementaux. Par ailleurs, pour un million d'euros investis dans le portefeuille du FRR, les émissions absolues sont de 245,5 tonnes CO<sub>2</sub>. Le portefeuille du FRR est donc 30,4 % moins émetteur de carbone que son indice à fin 2015.

La présence dans le portefeuille du FRR d'entreprises dont les revenus proviennent en tout ou partie de l'exploitation de réserves fossiles (pétrole, gaz, charbon...) induit un risque poten-

6 17% MSCI Emerging Markets + 41.5% FTSE Developed All Cap Excluding Eurobloc + 41.5% FTSE Eurobloc All Cap.

tiel de dépréciation de ces actifs en cas d'évolution significative de la législation, des coûts d'exploitation et des prix de marché. 178 entreprises sont exposées à ce risque dans des proportions variables. Elles représentent 5,35 % (6,67 % en 2014) de la valeur totale du portefeuille. Cette proportion place le portefeuille global du FRR à un degré d'exposition moindre que celui de son indice de référence (7,09 %).

### La Transition Énergétique et Écologique (TEE)

Au sein du portefeuille du FRR, les entreprises du secteur de l'énergie, significativement engagées dans une démarche de transition énergétique, sont surpondérées de 50 % par rapport à l'indice de référence du FRR. Le FRR est ainsi sur exposé aux entreprises engagées du secteur des énergies renouvelables.

### Exercice des droits de vote

Au 31 décembre 2015, le FRR a, par l'intermédiaire de ses sociétés de gestion, participé à 3073 assemblées générales, et a ainsi pu voter sur les 2 131 valeurs de son portefeuille actions dans tous les pays où il est investi. Le taux d'approbation des résolutions est relativement constant puisqu'il est de 84,3 %.

D'un point de vue général, le FRR a été particulièrement attentif en 2015 aux votes qui se sont déroulés sur le segment des sociétés de petites et moyennes capitalisations françaises et européennes, en raison de la montée en charge de nouveaux mandats sur cette classe d'actifs.

Sur la France et l'Europe, les thématiques ayant amené le FRR à s'opposer à une résolution sont sensiblement les mêmes :

### Politique de rémunération des dirigeants

Les votes portant sur les politiques de rémunération de type « Say-on-Pay » ont été les principaux sujets d'opposition. Si des progrès en matière de transparence ont été constatés pour les grandes sociétés, cela doit être nuancé pour les sociétés de plus petites capitalisations qui, naturellement, demeurent plus opaques sur ces sujets en raison, notamment, de la structure de l'actionnariat (actionnariat familial) et d'une information aux actionnaires moins détaillée.

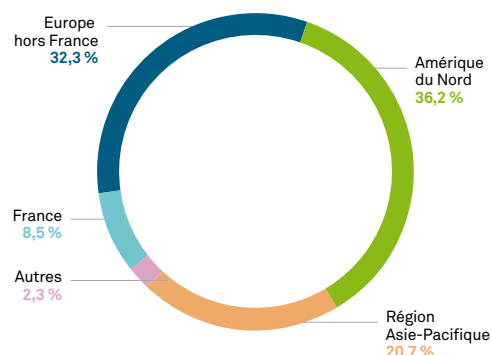
En général, le niveau de transparence sur les rémunérations, sur les critères de performance et sur les conditions d'octroi d'options, d'actions gratuites ou d'actions de performance reste insuffisant.

Les votes « contre » en la matière viennent naturellement sanctionner le manque de transparence, les plus vives oppositions portant sur :

- le manque d'objectivité des critères permettant d'allouer les rémunérations (importance de la rémunération, détermination de critères de performance suffisamment précis et objectifs à atteindre par le management...);
- le caractère disproportionné de certaines rémunérations eu égard à la faiblesse des résultats de la société et/ou des pratiques de place en la matière.

Ces « votes sanction » s'avèrent donc logiques puisque la politique de vote du FRR en matière de rémunération des dirigeants est alignée avec la performance long terme et les intérêts de la société.

### → Répartition des assemblées générales par zone géographique



### Élections ou réélections des membres des conseils

Dans la majeure partie des cas, l'opposition du FRR vient sanctionner un taux d'indépendance trop faible du conseil, ou un cumul abusif de mandats. Toutefois, si ce raisonnement reste valable pour les grandes capitalisations, un tel positionnement doit être examiné au cas par cas, et mérite toujours d'être analysé au regard de multiples critères : gouvernance du conseil (cumul des fonctions de président et de directeur général, présence ou non d'un administrateur référent ou « lead independant director »), composition et indépendance des comités, éventuel conflit d'intérêts des administrateurs, compétence des administrateurs, diversité des conseils, présence, nombre de mandats, performance de l'entreprise...

### **Demandes liées aux autorisations d'augmentation du capital social**

Les oppositions sont venues sanctionner des augmentations de capital trop élevées ou des rachats de titres possibles en période d'offres publiques. Dans certains cas, la suppression des droits préférentiels de souscription est venue justifier le vote sanction.

Concernant les sociétés de petites et moyennes capitalisations, l'opposition porte souvent sur l'absence de plafonnements habituels sur les autorisations d'augmentation du capital social, ces dernières cherchant par ce biais à s'autoriser une flexibilité démesurée.

### **Renouvellement des auditeurs**

Ce positionnement est plus d'ordre quantitatif (renouvellement excessif en durée des mandats des auditeurs), et reflète un principe de bonne gestion permettant de limiter les mauvaises habitudes qui pourraient s'installer au fur et à mesure de la certification des comptes par un même auditeur.

En 2015, le FRR a été amené à supporter plusieurs résolutions d'actionnaires portant sur des thématiques environnementales, notamment :

- les propositions visant à densifier les rapports sur le développement durable et les émissions de gaz à effet de serre par les entreprises ;
- les propositions liées au changement climatique, à la fracturation hydraulique, aux énergies renouvelables.

En particulier, le FRR, par l'intermédiaire de ses gérants, a soutenu les résolutions externes inscrites à l'ordre du jour des assemblées générales de BP et de Royal Dutch Shell.

Enfin, le FRR est resté attaché aux principes de ses lignes directrices en votant, via ses gérants, les résolutions en faveur du maintien du principe « une action, une voix ».

Dans le cadre de sa participation au Conseil des gouverneurs de l'ICGN (International Corporate Governance Network), le FRR a participé à l'élaboration de lignes directrices en matière de diversité dans les conseils d'administration, de rémunération des dirigeants et des administrateurs, de défense des intérêts des actionnaires minoritaires, des prêts et emprunts de titres en période d'assemblées générales, etc.

## **LES EXPERTISES ET LE TRAVAIL DU FRR ONT ÉTÉ RÉCOMPENSÉS PAR DEUX « IPE AWARDS » EN 2015**

Les « IPE\* Awards » est l'événement le plus suivi par les fonds de pension européens. Les prix qui y sont décernés récompensent le professionnalisme et la sophistication des participants.

En 2015, le FRR a postulé sur les thématiques suivantes : construction de portefeuille, stratégie d'investissement de long terme, spécialiste des gestionnaires d'actifs externes, « smart betas », gestion passive, gestion du risque climatique. Il a été nommé dans toutes ces catégories et a remporté en premier lieu le prix de la construction de portefeuille, qui vient récompenser une approche pertinente ainsi que l'importance de la diversification et du risque pour la détermination de l'allocation d'actifs.

Le FRR a également été désigné meilleur fonds de réserve européen\*\*. En 2014, le FRR avait été désigné meilleur fonds de pension français.

\* *Investment & Pensions Europe.*

\*\* *Avec le fonds NLB Penziski.*

# Gestion et maîtrise des risques

## La gouvernance de la gestion des risques

Depuis la réforme des retraites de 2010, le Conseil de surveillance adopte chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion destiné à assurer un niveau élevé de couverture du passif. Les investissements du FRR sont principalement réalisés sous forme de mandats délégués à des gestionnaires. Le FRR est également autorisé à investir directement dans des OPC, dans la limite de 15 % de son actif. Un comité des risques examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. En outre, ce comité examine les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques qui leur sont applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et animé par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une présentation lors des réunions du Directoire.

Le Département de la performance et des risques financiers est également convié à différents comités spécialisés du FRR (Comité stratégie d'investissement, Comité de sélection des

gérants) et émet un avis en tant que de besoin. Il participe, en outre, à différentes instances internes (Comité d'investissement tactique, Comité de pilotage de l'allocation stratégique...). Enfin, il émet chaque année un avis sur la revue de l'allocation stratégique, qu'il présente lors de la réunion du Conseil de surveillance consacrée à cette dernière.

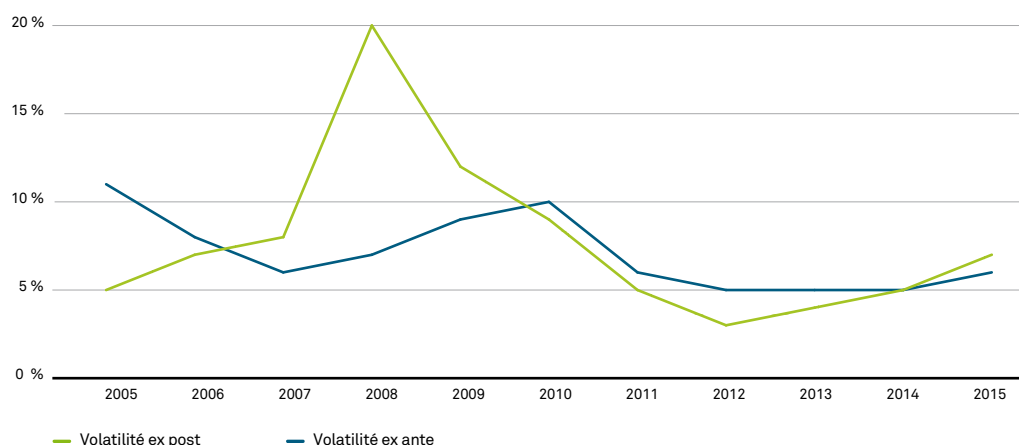
## Les risques financiers

### Le risque de gestion actif-passif

C'est le risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES et de la CNAV qui sont les deux principaux bénéficiaires du Fonds. Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024 et restituer en 2020 à la CNAV la soulte CNIEG, qui s'élève à 4,59 milliards d'euros à fin 2015 et évoluera en fonction de la performance du FRR de 2015 à 2020. Sur l'année, le surplus<sup>1</sup> a augmenté de 932 millions d'euros grâce aux actifs de performance et s'élève au 31/12/2015 à 13,10 milliards d'euros (après revalorisation de la soulte CNIEG), soit une performance du surplus sur l'année 2015 de 7,66 %. Ce niveau traduit la capacité du FRR à respecter ses engagements de passif.

<sup>1</sup> Valeur de l'actif du FRR net de la valeur de ses engagements.

## → Volatilité annuelle constatée



### Les risques de marchés du portefeuille

Le niveau de volatilité annuelle de l'ensemble du portefeuille reste faible par rapport à l'historique du FRR, même si celui-ci remonte légèrement, que ce niveau soit mesuré ex ante (volatilité prospective du portefeuille) ou ex post (volatilité constatée a posteriori).

La volatilité annuelle ex post de la valeur de l'actif du FRR a été de 6,85 % en 2015 (contre 4,70 % en 2014) pour un rendement annuel de 3,21 % (contre 8,75 % en 2014). La volatilité ex ante est de 6,27 % au 31/12/2015, contre 5,32 % un an plus tôt.

Le risque de variation défavorable de valeur du portefeuille (perte) est évalué sur un horizon de court terme d'un an, qui est l'horizon de l'actualisation de l'allocation stratégique en concertation avec la gouvernance du FRR.

Ainsi, la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 14,3 % de l'actif du FRR (contre 12,5 % en 2014), soit 5,32 milliards d'euros. Cette augmentation s'explique par l'accroissement de la part des actifs risqués en 2015 ainsi que par une remontée importante des volatilités en milieu d'année.

### Le risque sur les actifs de performance

Les actifs de performance (principalement des actions) représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. Leur contribution à la

perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 13,5 % de l'actif du FRR, soit 4,90 milliards d'euros (contre 11,1 % fin 2014). Cette augmentation relative du risque est essentiellement due à l'augmentation de l'exposition du FRR à ces actifs conjuguée à une hausse de leur volatilité.

### Le risque de taux d'intérêt

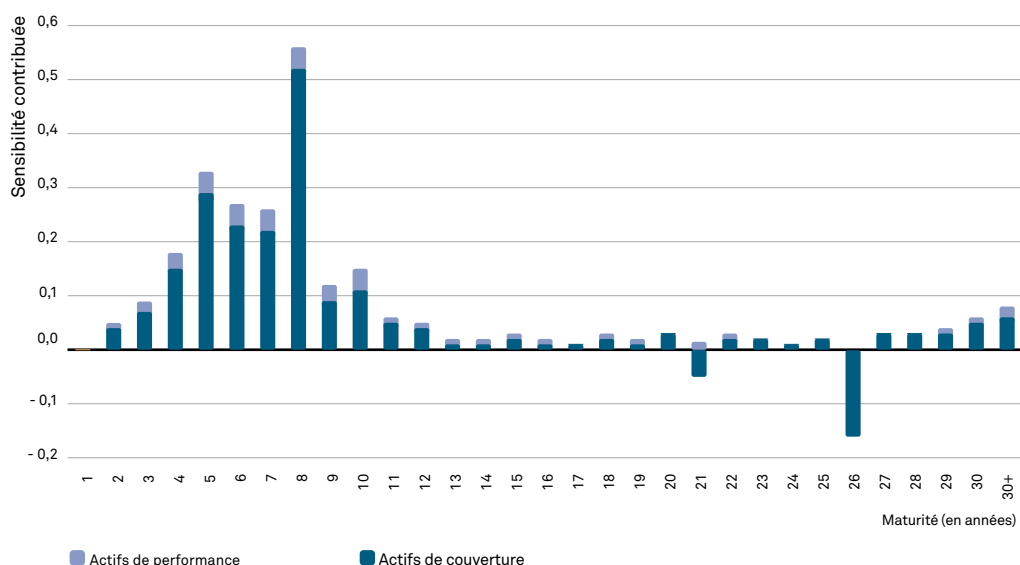
En fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 0,8 % de l'actif du FRR, soit 0,3 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 1,4 % à fin 2014). Cette baisse du risque s'explique par la diminution du poids relatif des actifs obligataires dans le portefeuille du FRR mais également par une baisse de la volatilité des obligations françaises sur l'ensemble de l'année 2015.

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux est de 2,48<sup>2</sup>. Ainsi, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR baisserait de 2,48 %, soit environ 0,90 milliard d'euros.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse du passif du bilan du FRR de 2,49 % du fait de la baisse de valeur des engagements à taux fixe.

<sup>2</sup> Y compris les actifs de taux de la poche de performance.

### → Contributions de sensibilité du portefeuille par poche et par maturité



## Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêts de 2014 et 2015. Ces actifs (91 %) sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NC
31/12/2014	0,7 %	40,6 %	28,7 %	23,4 %	6,6 %
31/12/2015	1,4 %	40,4 %	23,3 %	26,9 %	8,0 %

La qualité globale du portefeuille de crédit du FRR de 2015 est proche de celle de 2014 puisque 91 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature (« catégorie investissement ») contre 93 % en 2014. La part que représentent les titres notés en catégorie A est en légère diminution par rapport à 2014 car la trésorerie investie au travers de titres de créance auprès de banques nationales et internationales (disposant généralement d'une notation en catégorie A) était moins importante que l'année précédente. Cette baisse des actifs notés en catégorie A se fait au profit des titres notés en catégorie BBB. L'année 2015 a été marquée par la poursuite de la montée en charge des investissements dans des fonds de dettes privées non cotées d'entreprises majoritairement françaises. Composés en partie de prêts à des entreprises n'appartenant pas à la catégorie investissement ou ne bénéficiant pas, du fait de leur taille, de notation financière, ces actifs contribuent à augmenter la part que représente la catégorie « non investissement » (<BBB- et NC) dans les actifs taux du FRR, soit 8 % en 2015 contre 7 % en 2014.

## Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme de gré à gré avec des contreparties bancaires (swaps, change à terme). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures : notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS<sup>3</sup> Bank, limites par contrepartie. Fin 2015, l'exposition globale du FRR au risque de contrepartie est de 353 millions d'euros.

## Les ratios de diversification du risque de signature

La diversification du risque de signature du portefeuille sur les émetteurs d'actions et de dettes fait l'objet de ratios spécifiques dans la réglementation applicable au FRR. Au-delà de ces ratios, le FRR s'est fixé depuis 2011 une limite interne d'exposition maximale sur une seule signature (émetteur ou contrepartie d'opérations de gré à gré) à 3,5 % de l'actif net du FRR, hors émetteurs souverains pour lesquels des limites spécifiques ont été fixées en fonction de la notation de l'émetteur.

## Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Dans l'allocation stratégique, le risque de change sur les actifs de performance est couvert en cible à 90 %, à l'exception des actifs libellés en devises émergentes pour lesquels le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Néanmoins, le FRR dispose d'une marge de flexibilité sur son niveau de couverture, sous réserve que son exposition totale au risque devise reste inférieur à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). Ainsi, en 2015, le niveau de couverture de l'exposition aux devises développées hors euro (essentiellement l'US dollar), fortement réduit en 2014, a été largement reconstitué. La part restant encore exposée a continué à constituer une source de performance significative pour le FRR. Concernant les actifs de couverture, le risque de change est totalement couvert depuis 2011.

## Les risques d'écart de suivi de la performance du portefeuille et des gestionnaires (risque relatif à la performance des gestionnaires)

La volatilité des écarts entre les performances de l'allocation stratégique et les performances de l'allocation réelle se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (« tracking error » ou

<sup>3</sup> « Continuous Linked Settlement » : système de compensation et de règlement qui diminue le risque de contrepartie.

TE). Cette notion se définit comme l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille et l'allocation cible de référence.

En 2015, les gestionnaires ont tous respecté les limites de TE définies dans leur mandat de gestion. En moyenne la TE sur le portefeuille du FRR est de 74 points de base sur l'année 2015.

### **Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés**

Pour permettre au FRR d'investir dans des instruments financiers à terme dans de bonnes conditions de sécurité, le pouvoir réglementaire a décidé en 2001 de lui appliquer un cadre juridique analogue à celui s'appliquant aux OPC coordonnés.

Le FRR applique les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers définis par la réglementation AMF<sup>4</sup> de novembre 2011 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC. Ces principes proposent deux méthodes de mesures mises en œuvre par le FRR :

- une méthode du calcul de l'engagement du contrat financier pour les dérivés non complexes ;
- une méthode basée sur des calculs en VaR en cas de recours significatifs aux contrats financiers complexes.

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. La valeur de l'engagement à fin 2015 est de 18,40 % de la valeur du fonds, contre 13,22 % à fin 2014. Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 % même dans le cas de l'intégration des couvertures systématiques par des options destinées à maîtriser la volatilité de la performance du FRR (telles que prévues dans la nouvelle allocation stratégique d'actifs 2015).

### **Le risque de liquidité des actifs gérés**

Le FRR gère notamment deux limites :

- une limite d'emprise sur le capital des sociétés : le FRR ne peut posséder plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille de capital investissement) ;
- une limite d'emprise sur les OPC : le FRR a fixé sa limite de détention maximale dans un OPC à 20 %, avec un premier seuil d'alerte à 15 % (à l'exception de cas dérogatoires très spécifiques).

<sup>4</sup> Autorité des marchés financiers.

# Organisation et coûts

## Organisation et ressources humaines

Au cours de la période 2010-2014, les effectifs du FRR ont constamment baissé pour passer de 56 à 48 (-14 %) et la masse salariale a baissé de 27,9 % grâce à une politique de promotion interne et de recrutement de jeunes collaborateurs. L'année 2015 a connu une stabilisation des effectifs à un niveau de 48 collaborateurs en deçà duquel le FRR n'aurait plus été en mesure d'assurer ses missions sans risque opérationnel majeur. Plus globalement, le FRR a opéré une stabilisation de son organisation, avec des collaborateurs expérimentés aux compétences stabilisées et adaptables.

À la fin de l'été 2015, les tutelles du FRR lui ont donné l'autorisation d'orienter 2 milliards d'euros vers le financement de l'économie française, le Directoire a alors estimé nécessaire de renforcer ses compétences futures par la création, dans un premier temps, d'un poste supplémentaire à la direction financière.

Dans les prochaines années, le FRR veillera encore à maintenir un niveau exigeant de sécurisation de ses processus, grâce à des outils de gestion et d'analyses performants et fiables, et continuera à mener une réflexion suivie concernant l'efficacité de son organisation.

## Les coûts du FRR

Le total des charges s'est élevé à 119 millions d'euros en 2015, s'établissant en augmentation de 69 % par rapport à 2014. Cette forte hausse est principalement due au changement de traitement comptable des commissions de gestion in fine, payées au gérant au terme du mandat. Pour la première fois en 2015, ces dernières ont été enregistrées dans les charges de l'exercice, alors qu'elles étaient auparavant mentionnées dans l'annexe en raison de leur caractère trop aléatoire. Cette seule opération s'est traduite par la comptabilisation d'une commission in fine supplémentaire de 30 millions d'euros, portant les commissions variables à 53,6 millions d'euros (soit + 39,2 millions d'euros par rapport à 2014).

En 2015, l'ensemble des commissions de gestion (fixes, variables et « overlay ») s'élève ainsi à 95,4 millions d'euros contre 46 millions en 2014, représentant 80 % du total des charges.

La part fixe de ces commissions s'est accrue en 2015 (36,9 millions d'euros contre 30,3 millions d'euros en 2014), sous l'effet du recours croissant aux mandats « Low Carbon », du poids plus important que prévu des actions dans le portefeuille, et de la souscription à un important fonds aux frais externalisés.

Les autres charges évaluatives, notamment les coûts de conservation, sont restées stables par rapport à 2014 (9,4 millions d'euros), et l'ensemble des dépenses liées à la gestion des mandats (commissions de gestion et frais de conservation) a représenté 88 % des coûts en 2015 contre environ 81 % en 2014.

Enfin, concernant les charges par nature limitatives, les frais de personnel sont conformes au budget initial du fait d'un turn-over inexistant en 2015 (7,4 millions d'euros en 2015 contre 7 millions d'euros en 2014, année marquée par quelques départs non remplacés sur l'exercice), et les autres postes de dépenses (informatique, PNB, autres frais généraux...) restent également contenus.

La forte hausse des charges est principalement due au changement de traitement comptable des commissions de gestion in fine.



# Les instances dirigeantes

## CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 31 mai 2016

### PRÉSIDENT **Alain Vasselle**

### MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Michel Issindou, *suppléant* Charles de Courson  
Bérangère Poletti, *suppléante* Gisèle Biémouret

### MEMBRES DU SÉNAT

Francis Delattre, *suppléant* Dominique de Legge  
Jean-Marc Gabouty, *suppléant* Georges Labazée

### PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

Jean-Louis Beffa, Vice-Président  
du Conseil de surveillance

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

#### Confédération générale du travail

Jean-Christophe Le Duigou,  
Vice-Président du Conseil de surveillance,  
*suppléant* Pierre-Yves Chanu

#### Confédération générale du travail – Force ouvrière

Philippe Soubirous, *suppléant* Philippe Pihet

#### Confédération française démocratique du travail

Jean-Louis Malys, *suppléant* Philippe Le Clézio

#### Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni, *suppléant* Pierre Alexis Van  
Den Boomgaerde

#### Confédération

#### française de l'encadrement – CGC

Pierre Roger, *suppléante* Marie-Christine Oberst

### REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

#### Mouvement des entreprises de France

Agnès Canarelli, *suppléant* Éric Delabrière  
Valérie Corman, *suppléante* Émilie Martinez  
Alain Leclair, *suppléant* Jean-Claude Guéry

#### Confédération générale des PME

Alain Duffoux, *suppléant* Georges Tissié

#### Union professionnelle artisanale

Albert Quenet, *suppléante* Berthe Duguey

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

Thomas Fatome, *suppléant* Jonathan Bosredon  
Amandine Giraud,  
*suppléante* Agathe Denechere

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

Corso Bavagnoli, *suppléant* Thomas Groh

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

Denis Morin, *suppléant* Jean-François Juery

## DIRECTOIRE

### PRÉSIDENT **Pierre-René Lemas**

### MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier  
Olivier Rousseau

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

### PRÉSIDENT **Olivier Rousseau**

### MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Catherine Guinefort, ancienne gérante  
en société de gestion d'actifs

Thierry Coste, membre du collège de l'Autorité  
de contrôle prudentiel et de résolution

Jean-François Marie, ancien dirigeant  
de société financière

Marcel Nicolai, ancien associé gérant  
d'une société de gestion d'actifs

# Organigramme\*

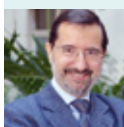
## Conseil de surveillance

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

## Directoire



Président :  
**Pierre-René Lemas**



Membre :  
**Yves Chevalier**



Membre :  
**Olivier Rousseau**

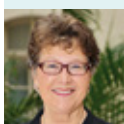
Assistante : Brigitte Dahan

### COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président : **Olivier Rousseau**



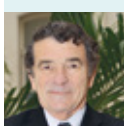
Membre :  
**Thierry Coste**



Membre :  
**Catherine Guinefort**



Membre :  
**Jean-François Marie**



Membre :  
**Marcel Nicolaï**

### AGENCE COMPTABLE



**Patrick Hédé**  
Thierry Tacinelli,  
Marie-Christine Huguet

\* Au 31 mai 2016.

## Direction des opérations et des risques



**Yann Derrien**

Assistants :  
Martine Carton, Nathalie Lalande

### DÉPARTEMENT RESSOURCES HUMAINES ET CONTRÔLE DE GESTION



**Jérôme Houdbine**

Nicolas Umbach-Bascone,  
Romaric Bolzan

### SYSTÈMES D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS



**Sabine Botras**

Ronan Hénaff,  
Catherine Sanglar

### DÉPARTEMENT GESTION DES RISQUES FINANCIERS ET PERFORMANCE



**Pierre Leygue**

Abdelouahid Akarkoub, Antoine Dupaquis,  
Joanne Letendrie-Garrick, Minh Tram,  
Walter Villefroy

### DÉPARTEMENT MIDDLE-OFFICE



**Bernard Pariset**

#### Suivi opérationnel des mandats

Duc Tien Bui Van,  
David Marques, Jérôme Nedelec

#### Contrôle interne comptable

Mordi Kadosch, Alain Brivet

### RISQUES OPÉRATIONNELS



**Yann Derrien**

et un collaborateur

## Direction financière



**Salwa Boussoukaya-Nasr**

#### Assistante

Karine Bocquet

### DÉPARTEMENT GESTION DÉLÉGUÉE



**Cristel Hauton Sarac**

#### Sélection des gérants

Hervé Seignol,  
Charles-Antoine Poupel

#### Investissement responsable

Mickaël Hellier

#### Suivi des mandats

Vincent Cordier, David de Souza,  
Patricia Glon, François Tirmarche,  
Jeremy Willems

### DÉPARTEMENT DE L'ALLOCATION D'ACTIFS



**Pierre-Olivier Billard**

#### Adjoint

Christophe Roger

Hervé Amourda, Pauline Mercier,  
Johann Tourne

## Direction juridique et communication



**Anne-Marie Jourdan**

Alexa Sudici, Alexandre Van Ooteghem,  
N (en cours de recrutement)

2015  
Rapport annuel

# Éléments financiers

# Synthèse financière et comptable

Le résultat 2015 est excédentaire de 1,5 milliard d'euros, après un résultat 2014 également positif de 1,440 milliard d'euros.

La loi de financement de la Sécurité sociale pour 2011 prévoit qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011, et jusqu'en 2024, le FRR verse chaque année la somme de 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

Le fonds a versé cette somme à la CADES le 27 avril 2015, enregistrant une réduction de ses capitaux permanents à due concurrence.

Les comptes de l'année 2015 confirment cependant la robustesse de la situation financière du FRR déjà constatée en 2014 et 2013.

La contribution CNIEG est valorisée à 4,581 milliards d'euros, en progression de 153 millions d'euros. Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 36,192 milliards d'euros.

Le résultat financier 2015 est excédentaire de 1,619 milliard d'euros, après un résultat financier 2014 également positif de 1,504 milliard d'euros.

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts, déjà positifs en 2014 à 3,3869 milliards d'euros, s'élèvent à 2,949 milliards d'euros au 31 décembre 2015.

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

Les revenus des valeurs mobilières s'élèvent à 790,3 millions d'euros contre 840,4 millions d'euros en 2014.

Les opérations de change dégagent une perte nette de - 538,48 millions d'euros. La perte constatée au 31/12/2014 s'élevait à - 265,2 millions d'euros.

Les cessions de valeurs mobilières dégagent un excédent de 1,405 milliard d'euros, contre 1,0453 milliard d'euros en 2014.

Enfin, les instruments financiers à terme enregistrent un gain net de 118,4 millions d'euros, contre 96,3 millions d'euros en 2014.

Le résultat financier 2015 est excédentaire de 1,619 milliard d'euros, après un résultat financier 2014 également positif de 1,504 milliard d'euros.

# Bilan au 31/12/2015

ACTIF – en euros	31/12/2015			31/12/2014
	Brut	Amortissement	Net	Net
<b>ACTIF IMMOBILISÉ</b>				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
Autres immobilisations incorporelles	4 806 316,44	- 2 984 077,02	1 822 239,42	2 100 964,14
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	- 12 712,31	–	–
<b>TOTAL I</b>	<b>4 819 028,75</b>	<b>- 2 996 789,33</b>	<b>1 822 239,42</b>	<b>2 100 964,14</b>
<b>ACTIF CIRCULANT</b>				
<b>Créances d'exploitation</b>	1 500,00		1 500,00	0,00
<b>Créances diverses</b>				
Instruments financiers	14 413 959,96	–	14 413 959,96	21 616 979,41
Opérations de change	9 641 576 176,57	–	9 641 576 176,57	5 937 840 346,83
Instruments financiers à terme	568 205 050,11	–	568 205 050,11	184 065 706,19
<b>Instruments financiers</b>				
Actions et valeurs assimilées	9 354 008 790,22	–	9 354 008 790,22	8 796 526 280,57
Obligations et valeurs assimilées	16 642 350 593,55	–	16 642 350 593,55	17 779 683 655,66
Titres de créances négociables	920 965 095,75	–	920 965 095,75	3 106 276 100,03
Organismes de placements collectifs	5 869 985 081,41	–	5 869 985 081,41	6 180 864 085,42
<b>Disponibilités</b>	3 405 472 259,75	–	3 405 472 259,75	1 342 575 481,67
<b>Charges constatées d'avance</b>	–	–	–	53 194,10
<b>TOTAL II</b>	<b>46 416 978 507,32</b>	<b>–</b>	<b>46 416 978 507,32</b>	<b>43 349 448 635,78</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>	<b>46 421 797 536,07</b>	<b>- 2 996 789,33</b>	<b>46 418 800 746,74</b>	<b>43 351 602 794,02</b>

<b>PASSIF</b> – en euros	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
<b>Dotations</b>	2 870 680 121,97	2 870 680 121,97
<b>Réserves</b>	5 496 133 780,00	4 056 473 649,73
<b>Écart d'estimation</b>	2 949 210 368,15	3 386 928 094,39
<b>Résultat de l'exercice</b>	1 500 464 460,48	1 439 660 130,27
<b>TOTAL I</b>	<b>12 816 488 730,60</b>	<b>11 753 741 996,36</b>
<b>DETTES</b>		
<b>Dettes financières</b>		
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 581 594 321,66	4 428 075 612,69
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	16 800 000 000,00	18 900 000 000,00
<b>Dettes d'exploitation</b>	79 437 158,89	37 648 494,28
<b>Dettes diverses</b>		
Instruments financiers	11 123 928,00	20 795 201,99
Opérations de change	9 995 042 684,15	6 094 755 881,37
Instruments financiers à terme	34 331 248,99	12 711 297,98
<b>Produits constatés d'avance</b>	782 674,45	3 874 309,35
<b>TOTAL II</b>	<b>33 602 312 016,14</b>	<b>31 597 860 797,66</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>	<b>46 418 800 746,74</b>	<b>43 351 602 794,02</b>

# Compte de résultat au 31/12/2015

CHARGES – en euros	31/12/2015	31/12/2014
<b>Services extérieurs</b>	<b>117 648 637,20</b>	<b>63 049 145,90</b>
Rémunération sociétés de gestion	92 952 017,24	
Gestion administrative CDC	21 783 629,07	
Autres	2 912 990,89	
<b>Impôts et taxes et versements assimilés</b>	<b>84 171,54</b>	<b>82 516,15</b>
Taxe sur les salaires	84 171,54	
<b>Charges de personnel</b>	<b>949 040,06</b>	<b>905 612,10</b>
Salaires et traitements	694 040,37	
Charges sociales	254 999,69	
<b>Dotations aux amortissements</b>	<b>520 939,72</b>	<b>476 224,02</b>
Dotations aux amortissements	520 939,72	
<b>TOTAL CHARGES D'EXPLOITATION</b>	<b>119 202 788,52</b>	<b>64 513 498,17</b>
<b>Charges financières</b>	<b>2 530 257 662,16</b>	<b>1 406 106 730,94</b>
Pertes de change	1 335 611 239,72	
Charges sur instruments financiers à terme	571 384 219,81	
Charges sur cession d'instruments financiers	259 516 440,80	
Charges sur options	142 751 359,98	
Autres charges financières	4 245 331,35	
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	216 749 070,50	
<b>TOTAL CHARGES FINANCIÈRES</b>	<b>2 530 257 662,16</b>	<b>1 406 106 730,94</b>
Charges exceptionnelles sur opérations de gestion	–	
<b>TOTAL CHARGES EXCEPTIONNELLES</b>	<b>–</b>	<b>–</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>1 500 464 460,48</b>	<b>1 440 045 169,09</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>4 149 924 911,16</b>	<b>2 910 665 398,20</b>
<b>PRODUITS – en euros</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Revenus	790 298 140,90	
Gains de change	797 134 250,46	
Produits sur instruments financiers à terme	689 854 459,46	
Produits sur cession d'instruments financiers	1 665 098 075,39	
Produits sur options	194 823 191,35	
Autres produits financiers	12 665 780,92	
<b>TOTAL PRODUITS FINANCIERS</b>	<b>4 149 873 898,48</b>	<b>2 910 204 592,88</b>
Produits exceptionnels sur opérations de gestion	51 012,68	
<b>TOTAL PRODUITS EXCEPTIONNELS</b>	<b>51 012,68</b>	<b>460 805,32</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>4 149 924 911,16</b>	<b>2 910 665 398,20</b>



# Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2015

## Règles et méthodes comptables utilisées

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les organismes de titrisation sont valorisés sur la base des dernières valorisations communiquées par les gérants si elles sont inférieures à leur coût d'acquisition, ou au pair quand elles leur sont supérieures.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Conformément à l'avenant n° 1 du 20 mars 2009, modifiant la convention du 12 juillet 2005, conclue entre le FRR et la CNAVTS, le FRR procède désormais à la détermination de la quote-part revenant à la soulte selon une base annuelle.

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

Certains mandats font l'objet d'une rémunération variable en cas de surperformance définie comme l'écart mathématique positif entre la performance du portefeuille et celle de son benchmark. Selon les mandats, cette rémunération est acquise annuellement et/ou au terme du mandat de gestion dès lors que la surperformance est confirmée sur les périodes considérées dans la limite des plafonds définis contractuellement.

## Présentation des états financiers

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

### Bilan

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

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

Les « Créances » et « Dettes liées aux opérations de change » regroupent les opérations en instance, qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.

Les « Créances » et « Dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie), primes sur options, et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).

Les « Instruments financiers » sont classés en quatre catégories : actions et valeurs assimilées, obligations et valeurs assimilées, titres de créances négociables, organismes de placements collectifs, dont les fonds de capital investissement et les organismes de titrisation. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les organismes de titrisation.

Les « Disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euro et en devises (évalués à leurs cours du dernier jour de l'exercice) ainsi que les intérêts courus au titre de la rémunération de ces comptes courants et des comptes à terme.

### Les « Capitaux propres » regroupent :

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

### La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

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

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

## Compléments d'informations relatifs à l'actif

## IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

Immobilisations						Amortissements			Valeur nette comptable
Rubriques et postes	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotations	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	
Immobilisations incorporelles	4 564 101,44	672 346,00	- 430 131,00	4 806 316,44	- 2 463 137,30	- 520 939,72	–	- 2 984 077,42	1 822 239,42
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>4 564 101,44</b>	<b>672 346,00</b>	<b>- 430 131,00</b>	<b>4 806 316,44</b>	<b>- 2 463 137,30</b>	<b>- 520 939,72</b>	<b>–</b>	<b>- 2 984 077,42</b>	<b>1 822 239,42</b>
Immobilisations corporelles	12 712,31	–	–	12 712,31	- 12 712,31	–	–	- 12 712,31	–
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>12 712,31</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>12 712,31</b>	<b>- 12 712,31</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>- 12 712,31</b>	<b>–</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>4 576 813,75</b>	<b>672 346,00</b>	<b>- 430 131,00</b>	<b>4 819 028,75</b>	<b>- 2 475 849,61</b>	<b>- 520 939,72</b>	<b>–</b>	<b>- 2 996 789,33</b>	<b>1 822 239,42</b>

## CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances – en euros

31/12/2015

## Liées aux instruments financiers

Coupons échus à l'encaissement	9 265 568,29
Ventes en attente de règlement	3 283 203,14
Commissions/ristournes à recevoir	1 865 188,53
<b>TOTAL</b>	<b>14 413 959,96</b>

## Liées aux opérations de change

Achats à terme	152 087 221,44
Devises à recevoir à terme	9 488 419 734,53
Devises à recevoir au comptant	76 146,62
Déport	993 073,98
<b>TOTAL</b>	<b>9 641 576 176,57</b>

## Liées aux instruments financiers à terme

Dépôts de garantie	544 899 544,65
Marge à recevoir	5 847 063,91
Prime sur option	17 458 441,55
<b>TOTAL</b>	<b>568 205 050,11</b>

## VALEURS MOBILIÈRES

### VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

#### Portefeuille au 31 décembre 2014 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation <sup>1</sup>	Coupons courus	Valeur bilan
<b>Actions</b>	<b>7 517 528 873,72</b>	<b>1 278 997 406,85</b>	–	<b>8 796 526 280,57</b>
<b>Obligations</b>	<b>15 925 056 721,98</b>	<b>1 545 645 275,80</b>	<b>308 981 657,88</b>	<b>17 779 683 655,66</b>
<b>TCN</b>	<b>3 105 806 362,84</b>	<b>417 358,02</b>	<b>52 379,17</b>	<b>3 106 276 100,03</b>
<b>Organismes de placements collectifs</b>	<b>5 248 227 418,32</b>	<b>932 071 194,10</b>	<b>565 470,00</b>	<b>6 180 864 082,42</b>
OPCVM	4 742 045 576,28	604 137 734,27	–	5 346 183 310,55
Autres OPC	506 181 845,04	327 933 459,83	565 470,00	834 680 774,87
dont Fonds de capital investissement	312 311 001,72	325 738 645,27	–	638 049 646,99
dont Organisme de titrisation	193 870 843,32	2 194 814,56	565 470,00	196 631 127,88
<b>TOTAL</b>	<b>31 796 619 379,86</b>	<b>3 757 131 234,77</b>	<b>309 599 507,05</b>	<b>35 863 350 121,68</b>

#### Portefeuille au 31 décembre 2015 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation <sup>1</sup>	Coupons courus	Valeur bilan
<b>Actions</b>	<b>7 665 223 042,65</b>	<b>1 688 785 747,57</b>	–	<b>9 354 008 790,22</b>
<b>Obligations</b>	<b>15 439 403 581,32</b>	<b>924 621 277,59</b>	<b>278 325 734,64</b>	<b>16 642 350 593,55</b>
<b>TCN</b>	<b>921 301 416,15</b>	<b>-336 320,40</b>	–	<b>920 965 095,75</b>
<b>Organismes de placements collectifs</b>	<b>5 016 993 966,33</b>	<b>852 547 210,10</b>	<b>443 904,98</b>	<b>5 869 985 081,41</b>
OPCVM	4 509 023 025,30	463 594 978,43	–	4 972 618 003,73
Autres OPC	507 970 941,03	388 952 231,67	443 904,98	897 367 077,68
dont Fonds de capital investissement	141 987 777,51	390 026 931,22	–	532 014 708,73
dont Organisme de titrisation	365 983 163,52	-1 074 699,55	443 904,98	365 352 368,95
<b>TOTAL</b>	<b>29 042 922 006,45</b>	<b>3 465 617 914,86</b>	<b>278 769 639,62</b>	<b>32 787 309 560,93</b>

	31/12/2015	31/12/2014
<b>Actions</b>	<b>9 354 008 790,22</b>	<b>8 796 526 280,57</b>
<b>Obligations</b>	<b>16 642 350 593,55</b>	<b>17 779 683 655,66</b>
<b>TCN</b>	<b>920 965 095,75</b>	<b>3 106 276 100,03</b>
<b>Organismes de placements collectifs</b>	<b>5 869 985 081,41</b>	<b>6 180 864 085,42</b>
OPCVM	4 972 618 003,73	5 346 183 310,55
Autres OPC	897 367 077,68	834 680 774,87
dont Fonds de capital investissement	532 014 708,73	638 049 646,99
dont Organismes de titrisation	365 352 368,95	196 631 127,88
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>32 787 309 560,93</b>	<b>35 863 350 121,68</b>

<sup>1</sup> Écarts d'estimation avant répartition de la quote-part CNIEG.

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2015	31/12/2014
< 3 mois	0,24 %	3,06 %
> 3 mois < 1 an	5,71 %	12,48 %
1 à 3 ans	9,96 %	5,17 %
3 à 5 ans	28,54 %	15,97 %
5 à 7 ans	20,47 %	26,74 %
7 à 10 ans	23,91 %	27,39 %
10 à 15 ans	3,67 %	2,83 %
> 15 ans	7,49 %	6,36 %
	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2015	31/12/2014
Taux fixe	97,76 %	98,28 %
Taux indexé	0,00 %	0,00 %
Taux variable	2,24 %	1,72 %
	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION

Organismes de placements collectifs							
Devise	Actions	Obligations	TCN	Autres OPC			Total
				OPCVM <sup>2</sup>	OT <sup>3</sup>	LP <sup>4</sup> et FCPR	
AUD	170915313,11	—	—	—	—	—	170915313,11
CAD	92522047,30	—	—	—	—	—	92522047,30
CHF	199594235,11	—	—	—	—	—	199594235,11
DKK	70261293,22	—	—	—	—	—	70261293,22
EUR	4407210061,75	13653714866,90	918802469,74	1770487640,99	365352368,95	347813311,43	21463380719,76
GBP	807079000,21	—	—	5651124,08	—	—	812730124,29
HKD	96469255,51	—	—	—	—	—	96469255,51
JPY	581491297,92	—	—	—	—	—	581491297,92
NOK	15049708,94	—	—	—	—	—	15049708,94
NZD	12239821,77	—	—	—	—	—	12239821,77
SEK	133271854,85	—	—	—	—	—	133271854,85
SGD	46071013,68	—	—	—	—	—	46071013,68
USD	2721833886,85	2988635726,65	1379951,56	3196479238,66		184201397,30	9092530201,02
					365352368,95	532014708,73	
TOTAL NET							
D'IPA <sup>5</sup>	9354008790,22	16642350593,55	920182421,30	4972618003,73		897367077,68	32786526886,48
	IPA sur bons du Trésor		- 15547,91				
	IPA sur bons du Trésor étrangers		262,98				
	IPA sur certificats de dépôts		797959,38				
	Total IPA		782674,45				
TOTAL	9354008790,22	16642350593,55	920965095,75		5869985081,41		32787309560,93

2 Dont Exchange Traded Funds.

3 Organismes de titrisation.

4 Limited Partnership : Fonds de capital investissement.

5 IPA : Intérêts perçus d'avance.

## RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2015 – en euros

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
<b>ACTIONS</b>			
Européennes zone euro	4 407 210 061,75	–	4 407 210 061,75
Européennes hors zone euro	1 225 256 092,33	–	1 225 256 092,33
Amérique	2 814 355 934,15	–	2 814 355 934,15
Asie hors Japon	325 695 404,07	–	325 695 404,07
Japon	581 491 297,92	–	581 491 297,92
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>9 354 008 790,22</b>	<b>–</b>	<b>9 354 008 790,22</b>
<b>OBLIGATIONS</b>			
Européennes zone euro	13 653 714 866,90	–	13 653 714 866,90
Amérique	2 988 635 726,65	–	2 988 635 726,65
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>16 642 350 593,55</b>	<b>–</b>	<b>16 642 350 593,55</b>
<b>TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES</b>			
Européens zone euro	918 802 469,74	782 411,47	919 584 881,21
Amérique	1 379 951,56	262,98	1 380 214,54
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>920 182 421,30</b>	<b>782 674,45</b>	<b>920 965 095,75</b>
<b>OPCVM</b>			
Européens zone euro	1 770 487 640,99	–	1 770 487 640,99
Européens hors zone euro	5 651 124,08	–	5 651 124,08
Amérique	3 196 479 238,66	–	3 196 479 238,66
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>4 972 618 003,73</b>	<b>–</b>	<b>4 972 618 003,73</b>
<b>AUTRES OPC</b>			
<b>Fonds de capital investissement</b>			
Europe	347 813 311,43	–	347 813 311,43
Amérique	184 201 397,30	–	184 201 397,30
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>532 014 708,73</b>	<b>–</b>	<b>532 014 708,73</b>
<b>Organismes de titrisation</b>			
Europe	365 352 368,95	–	365 352 368,95
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>365 352 368,95</b>	<b>–</b>	<b>365 352 368,95</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>32 786 526 886,48</b>	<b>782 674,45</b>	<b>32 787 309 560,93</b>

## FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

			Panthéon Ventures		Access Capital Partners		Antin Infrastructures	Total
Engagements à l'origine		EUR	550 000 000		300 000 000		50 000 000	900 000 000
Engagements à la date d'arrêté		EUR	257 474 250		210 000 000		50 000 000	517 474 250
Solde de l'exercice précédent		EUR	131 965 750		127 050 000		13 764 629	272 780 379
Versements de la période (appels de fonds)		EUR	15 000 000		21 000 000		2 514 900	38 514 900
Reversement provisoire		EUR	- 88 900 000		- 77 700 000		- 2 715 717	- 169 315 717
Solde à la date d'arrêté		EUR	58 065 750		70 350 000		13 563 812	141 979 562
Valorisation à la date d'arrêté		EUR	163 510 805		134 931 308		49 371 198	347 813 311
		NBEL <sup>6</sup>	Axa IM Private Equity Europe	Total		NBEL	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	USD	679 993 200	198 000 000	877 993 200	EUR <sup>7</sup>	561 954 608	163 629 596	725 584 204
Engagements à la date d'arrêté	USD	280 711 144	198 000 000	478 711 144	EUR	231 983 086	163 629 596	395 612 682
Solde de l'exercice précédent	USD	35 395 725	29 920 889	65 316 614	EUR <sup>8</sup>	20 370 479	19 160 261	39 530 740
Versements de la période (appels de fonds)	USD	—	3 684 529	3 684 529	EUR	—	2 382 075	2 382 075
Distribution d'avoirs	USD	- 64 251 922	- 49 191 732	- 113 443 654	EUR	- 57 611 040	- 44 760 980	- 102 372 020
Solde à la date d'arrêté <sup>9</sup>	USD	—	—	—	EUR	—	8 215	8 215
Valorisation à la date d'arrêté	USD	144 701 278	55 387 775	200 089 053	EUR	133 205 632	50 987 549	184 201 397
Total engagements initiaux (EUR)								1 625 584 204
Total versements nets sur la période (EUR)								- 230 790 762
TOTAL VALORISÉ À LA DATE D'ARRÊTÉ (EUR)								532 014 709

<sup>6</sup> Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brother Int. Europe.

<sup>7</sup> Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,920556 à la date d'arrêté.

<sup>8</sup> Sur la base d'une parité \$ vs € en date d'opération.

<sup>9</sup> Les distributions sont imputées sur la valeur du fonds à l'actif du bilan jusqu'au remboursement des montants investis.

Des plus-values sont constatées lorsque les distributions excèdent la totalité des montants investis (cf. art 2.2.2 de l'avis du CNC n°2008-10 du 05/06/2008).

## ORGANISMES DE TITRISATION

Fonds FCT <sup>10</sup>	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période		Solde à la date d'arrêté <sup>11</sup>	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs		
CM-CIC-Debt Fund 1	80 000 000	80 000 000	—	70 512 527	- 9 381 663	18 869 136	61 130 864
ldinvest 1	60 000 000	60 000 000	—	—	- 3 512 400	—	56 931 505
ldinvest 2	80 000 000	80 000 000	36 160 000	34 400 000	—	1 760 000	78 240 000
ldinvest 3	100 000 000	100 000 000	—	34 000 000	—	66 000 000	34 000 000
NOVO 1	78 000 000	78 000 000	33 500 000 <sup>12</sup>	17 750 000	—	15 750 000	62 250 000
NOVO 2	42 000 000	42 000 000	18 550 000 <sup>13</sup>	13 750 000	—	4 800 000	37 200 000
Tikehau	40 000 000	40 000 000	18 400 000 <sup>14</sup>	14 000 000	—	4 400 000	35 600 000
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>480 000 000</b>	<b>480 000 000</b>	<b>106 610 000</b>	<b>184 412 527</b>	<b>- 12 894 063</b>	<b>111 579 136</b>	<b>365 352 369</b>

Fonds FPS <sup>15</sup>	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période		Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs		
BNP PARIBAS FPS FPE	95 000 000	95 000 000	—	38 000 000	—	57 000 000	38 041 060
FPS Immo Durable	200 000 000	200 000 000	—	8 800 000	—	191 200 000	8 800 000
NOVI 1	72 500 000	72 500 000	—	18 256 510	—	54 243 490	18 024 504
NOVI 2	72 500 000	72 500 000	—	29 290 000	—	43 210 000	29 290 000
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>440 000 000</b>	<b>440 000 000</b>	<b>—</b>	<b>94 346 510</b>	<b>—</b>	<b>345 653 490</b>	<b>94 155 564</b>
<b>TOTAL</b>	<b>920 000 000</b>	<b>920 000 000</b>	<b>106 610 000</b>	<b>278 759 037</b>	<b>- 12 894 063</b>	<b>457 232 626</b>	<b>459 507 933</b>

<sup>10</sup> Fonds commun de titrisation.

<sup>11</sup> Solde à la date d'arrêté hors prime d'émission et de souscription.

<sup>12</sup> Hors 49 028 € de prime d'émission.

<sup>13</sup> Hors 59 113 € de prime d'émission.

<sup>14</sup> Hors 334 579,20 € de prime de souscription.

<sup>15</sup> Fonds professionnel spécialisé de type OPCVM (SICAV ou FCP).

## DISPONIBILITÉS

Devises – en euros	Total
AUD	21 077 121,49
CAD	6 515 114,21
CHF	20 596 328,11
DKK	278 700,85
EUR	1 798 551 976,75
GBP	39 258 387,91
HKD	27 352 194,91
JPY	105 489 624,96
NOK	240 919,19
NZD	91 994,76
SEK	997 440,78
SGD	354 676,90
USD	1 384 667 778,93
<b>TOTAL</b>	<b>3 405 472 259,75</b>



## Compléments d'information relatifs au passif

## ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

Capitaux propres	31/12/2014	Affectation résultat 2014	Résultat 2015	Variation		31/12/2015
				[+]	[-]	
Dotations	2 870 680 121,97	–	–	–	–	2 870 680 121,97
Réserves	4 056 473 649,73	1 439 660 130,27	–	–	–	5 496 133 780,00
Écarts d'estimation	3 386 928 094,39	–	–	–	437 717 726,24	2 949 210 368,15
Résultat de l'exercice	1 439 660 130,27	- 1 439 660 130,27	1 500 464 460,48	–	–	1 500 464 460,48
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>11 753 741 996,36</b>	<b>–</b>	<b>1 500 464 460,48</b>	<b>–</b>	<b>437 717 726,24</b>	<b>12 816 488 730,60</b>
<b>Dettes long terme</b>	<b>31/12/2014</b>					<b>31/12/2015</b>
CNIEG	4 428 075 612,69	–	–	153 518 708,97	–	4 581 594 321,66
CADES + 1 an	18 900 000 000,00	–	–	–	2 100 000 000,00	16 800 000 000,00
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>23 328 075 612,69</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>153 518 708,97</b>	<b>2 100 000 000,00</b>	<b>21 381 594 321,66</b>
<b>TOTAL CAPITAUX PERMANENTS</b>	<b>35 081 817 609,05</b>	<b>–</b>	<b>1 500 464 460,48</b>	<b>153 518 708,97</b>	<b>2 537 717 726,24</b>	<b>34 198 083 052,26</b>

## RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

	2012	2013	2014	2015
Résultats de l'exercice	1 271 206 212,14	1 861 038 145,61	1 439 660 130,27	1 500 464 460,48

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

## DETTES – en euros

## ÉCHÉANCIER DES DETTES

	Total	- 1 an	+ 1 an	dont 1 à 5 ans	dont + de 5 ans
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 581 594 321,66	–	4 581 594 321,66	–	4 581 594 321,66
Dettes CADES	18 900 000 000,00	2 100 000 000,00	16 800 000 000,00	8 400 000 000,00	8 400 000 000,00
Dettes d'exploitation	79 437 158,89	79 437 158,89	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers	11 123 928,00	11 123 928,00	–	–	–
Dettes liées aux opérations de change	9 995 042 684,15	9 995 042 684,15	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers à terme	34 331 248,99	34 331 248,99	–	–	–
	<b>33 601 529 341,69</b>	<b>12 219 935 020,03</b>	<b>21 381 594 366,66</b>	<b>8 400 000 000,00</b>	<b>12 981 594 321,66</b>

## CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG – en euros

Capitaux propres au 31/12/2014	11 753 741 996,36
Soulte CNIEG au 31/12/2014	4 428 075 612,69
Abondements 2015	–
Dette CADES au 31/12/2015	18 900 000 000,00
	<b>35 081 817 609,05</b>

<b>QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2015</b>	<b>12,62 %</b>
--------------------------------------	----------------

**Abondements**

Dotations au 31/12/2014	2 870 680 121,97	<b>2015</b>
Dotations au 31/12/2015	2 870 680 121,97	–

<b>Répartition au 31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>à répartir</b>
Charges d'exploitation	–	- 119 202 788,52	- 119 202 788,52
Résultat financier	–	1 836 365 306,82	1 836 365 306,82
Résultat exceptionnel	–	51 012,68	51 012,68

<b>RÉSULTAT GLOBAL</b>	<b>–</b>	<b>1 717 213 530,98</b>	<b>1 717 213 530,98</b>
------------------------	----------	-------------------------	-------------------------

Écart d'estimation Instruments financiers	3 429 197 774,94	3 076 665 683,19	- 352 532 091,75
Écart d'estimation Change	20 204 965,74	22 747 962,29	2 542 996,55
Écart d'estimation Change à terme	- 154 979 293,83	- 353 265 133,67	- 198 285 839,84
Écart d'estimation Dérivés	44 863 999,66	32 989 409,01	- 11 874 590,65
Écart d'estimation Fonds de Capital Inv.	325 738 645,27	390 026 931,22	64 288 285,95
Écart d'estimation Organismes de titrisation	2 194 814,56	- 1 074 699,55	- 3 269 514,11
Écart d'estimation Options	–	- 1 817 333,92	- 1 817 333,92
Écart d'estimation Swaps	–	–	–

<b>ÉCART D'ESTIMATION TOTAL</b>	<b>3 667 220 906,34</b>	<b>3 166 272 818,57</b>	<b>-500 948 087,77</b>
---------------------------------	-------------------------	-------------------------	------------------------

Résultats financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	1 717 213 530,98
---	------------------

<b>Pourcentage de répartition</b>	<b>12,62 %</b>
-----------------------------------	----------------

<b>À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV</b>	<b>216 749 070,50</b>
--------------------------------------	-----------------------

Écart d'estimation	- 500 948 087,77
--------------------	------------------

<b>Pourcentage de répartition</b>	<b>12,62 %</b>
-----------------------------------	----------------

<b>À PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV</b>	<b>-63 230 361,53</b>
-------------------------------------	-----------------------

**Récapitulation**

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	216 749 070,50
Écart d'estimation	- 63 230 361,53

<b>TOTAL</b>	<b>153 518 708,97</b>
--------------	-----------------------

<b>Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2014</b>	<b>4 428 075 612,69</b>
--	-------------------------

<b>CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2015</b>	<b>4 581 594 321,66</b>
---	-------------------------

## DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

<b>Dettes</b> – en euros	<b>31/12/2015</b>
<b>Liées aux instruments financiers</b>	
Achats en attente de règlement	11 123 928,00
<b>TOTAL</b>	<b>11 123 928,00</b>
<b>Liées aux opérations de change</b>	
Ventes à terme	9 841 780 626,66
Devises à livrer à terme	152 419 115,12
Devises à livrer au comptant	61 379,96
Report	781 562,41
<b>TOTAL</b>	<b>9 995 042 684,15</b>
<b>Liées aux instruments financiers à terme</b>	
Marge à régler	16 463 550,48
Prime sur options	17 867 698,51
<b>TOTAL</b>	<b>34 331 248,99</b>

## PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à 782 674,45 euros. Ils correspondent aux intérêts pré-comptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN, bons du Trésor étrangers, billets de trésorerie).

## Compléments d'informations relatifs au compte de résultat

CHARGES D'EXPLOITATION – en euros

	Montant
<b>Services extérieurs</b>	<b>117 648 637,20</b>
Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)	21 783 629,07
Rémunération des sociétés d'investissement	92 952 017,24
Autres services extérieurs	2 912 990,89
<i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>2 448 625,96</i>
<b>Impôts et taxes</b>	<b>84 171,54</b>
<b>Personnel</b>	<b>949 040,06</b>
<b>Amortissements</b>	<b>520 939,72</b>
<b>TOTAL</b>	<b>119 202 788,52</b>

TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

### Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

Catégorie	CDI	CDD	Interim	Autres	Total
Direction	2	–	–	–	2
Cadres	1	–	–	–	1
Employés	4	1	–	–	5
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>8</b>
<b>AUTRES<sup>16</sup></b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>2</b>	<b>–</b>

<sup>16</sup> Président du Conseil de surveillance et Agent comptable.

## Engagements hors bilan

## Contrats de change à terme – en euros

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	195 586 002,16	2,06 %	28 571 805,86	18,75 %
CAD	91 018 578,04	0,96 %	2 152 818,50	1,41 %
CHF	204 923 601,81	2,16 %	2 038 519,95	1,34 %
DKK	66 688 598,29	0,70 %	994 581,49	0,65 %
GBP	791 894 272,62	8,35 %	6 256 099,10	4,10 %
HKD	123 688 933,60	1,30 %	14 125 584,72	9,27 %
JPY	620 124 346,38	6,54 %	22 977 531,92	15,08 %
NOK	17 357 871,48	0,18 %	4 383 863,99	2,88 %
NZD	11 898 689,39	0,13 %	700 000,00	0,46 %
SEK	120 551 080,76	1,27 %	1 478 395,15	0,97 %
SGD	46 568 951,48	0,49 %	4 137 601,33	2,71 %
USD	7 198 118 808,52	75,86 %	64 602 313,11	42,38 %
<b>TOTAL</b>	<b>9 488 419 734,53</b>	<b>100,00 %</b>	<b>152 419 115,12</b>	<b>100,00 %</b>

## Titres et espèces en deposit au 31/12/2015 – en euros

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
XS1169630602	CA LONDON 0,875 % 01/22 EUR	7 800 000,00	7 758 504,00	7 729 990,20
<b>SOUS-TOTAL</b>			<b>7 758 504,00</b>	<b>7 729 990,20</b>
Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	65 000,00	43 428,19	43 535,04
DG.AUD	DEPOSIT AUD	39 000,00	26 196,48	26 121,02
DG.AUD	DEPOSIT AUD	39 000,00	26 464,72	26 121,02
DG.CAD	DEPOSIT CAD	14 684,00	10 194,56	9 731,27
DG.CAD	DEPOSIT CAD	2 437 544,00	1 661 938,55	1 615 390,83
DG.EUR	DEPOSIT EUR	416 482,20	416 482,20	416 482,20
DG.EUR	DEPOSIT EUR	201 831,80	201 831,80	201 831,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	2 173 220,80	2 173 220,80	2 173 220,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	236 852 889,75	236 852 889,75	236 852 889,75
DG.EUR	DEPOSIT EUR	526 931,60	526 931,60	526 931,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	230 045,90	230 045,90	230 045,90
DG.EUR	DEPOSIT EUR	2 229 685,70	2 229 685,70	2 229 685,70
DG.GBP	DEPOSIT GBP	38 196,00	51 349,33	51 822,80
DG.GBP	DEPOSIT GBP	3 310 320,00	4 601 695,10	4 491 309,95
DG.HKD	DEPOSIT HKD	285 600,00	32 963,22	33 923,47
DG.HKD	DEPOSIT HKD	214 200,00	25 613,06	25 442,60
DG.HKD	DEPOSIT HKD	142 800,00	17 303,01	16 961,73
DG.JPY	DEPOSIT JPY	5 550 000,00	76 788,54	42 471,30
DG.JPY	DEPOSIT JPY	1 338 105 000,00	10 277 016,18	10 239 832,80
DG.SGD	DEPOSIT SGD	9 240,00	5 982,76	5 995,71
DG.SGD	DEPOSIT SGD	5 280,00	3 474,96	3 426,12
DG.USD	DEPOSIT USD	131 560,00	119 533,42	121 108,34
DG.USD	DEPOSIT USD	309 829 670,11	278 552 668,97	285 215 566,70
DG.USD	DEPOSIT USD	325 560,00	292 572,56	299 696,21
<b>SOUS-TOTAL</b>			<b>538 456 271,36</b>	<b>544 899 544,66</b>
<b>TOTAL</b>			<b>546 214 775,36</b>	<b>552 629 534,86</b>

AUTRES ENGAGEMENTS – en euros

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

FUTURES SUR CHANGE

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
EC0316	CHI FUTUR EUR/U 0316	USD	4 999,00	1,09	626 198 034,59
TOTAL					626 198 034,59

FUTURES SUR INDICES

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
AP0316	SYD FUTURE SPI2 0316	AUD	6,00	5 257,00	528 147,08
AP0316	SYD FUTURE SPI2 0316	AUD	6,00	5 257,00	528 147,08
EMD0316	CHI FUTURE SPI4 0316	USD	2 245,00	1 393,50	287 987 434,40
ES0316	CHI FUTUR SPMIN 0316	USD	66,00	2 035,40	6 183 209,06
FCE0116	Mar CAC40 0116	EUR	7 131,00	4 638,50	330 771 435,00
FDAX0316	EUR FUTURE DAX 0316	EUR	1 319,00	10 772,00	355 206 700,00
FESX0316	EUR DJ EURO STO 0316	EUR	42 560,00	3 282,00	1 396 819 200,00
FESX0316	EUR DJ EURO STO 0316	EUR	130,00	3 282,00	4 266 600,00
FESX0316	EUR DJ EURO STO 0316	EUR	61,00	3 282,00	2 002 020,00
FESX0316	EUR DJ EURO STO 0316	EUR	678,00	3 282,00	22 251 960,00
FSMI0316	EUR FUTURE SMI 0316	CHF	2,00	8 746,00	160 860,77
FTI0116	Mar FUTURE AEX 0116	EUR	514,00	441,85	45 422 180,00
HSI0116	HKF HANG SENG I 0116	HKD	3,00	21 910,00	390 369,35
HSI0116	HKF HANG SENG I 0116	HKD	2,00	21 910,00	260 246,23
IX0116	MEF IBEX 35 0116	EUR	1 238,00	9 526,30	117 935 594,00
RTA0316	NY RUSSELL 200 0316	USD	1 837,00	1 131,50	191 343 597,53
SG_FQ0116	SIM MSCI SINGAP 0116	SGD	7,00	323,60	146 985,92
SG_FQ0116	SIM MSCI SINGAP 0116	SGD	4,00	323,60	83 991,95
SPMIB0316	ITA SPMIB INDEX 0316	EUR	1 106,00	21 442,00	118 574 260,00
SXF600316	MON FUTURE TSE6 0316	CAD	2,00	760,90	201 703,17
TP0316	OSA TOPIX 0316	JPY	2 411,00	1 547,50	285 516 060,28
TP0316	OSA TOPIX 0316	JPY	10,00	1 547,50	1 184 222,56
Z0316	LIF FTSE100 0316	GBP	12,00	6 198,00	1 009 103,86
TOTAL					3 168 774 028,24

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
AP0316	SYD FUTURE SPI2 0316	AUD	10,00	5 257,00	880 245,14
ES0316	CHI FUTUR SPMIN 0316	USD	5 500,00	2 035,40	515 267 421,50
FSMI0316	EUR FUTURE SMI 0316	CHF	460,00	8 746,00	36 997 976,83
HSI0116	HKF HANG SENG I 0116	HKD	4,00	21 910,00	520 492,46
NQ0316	CHI NASDAQ 100 0316	USD	69,00	4 587,75	5 828 127,59
SP0316	CHI SP500 0316	USD	8,00	2 035,40	3 747 399,43
SXF600316	MON FUTURE TSE6 0316	CAD	332,00	760,90	33 482 726,40
YM0316	CBO FUTURE DJ M 0316	USD	70,00	17 341,00	5 587 176,65
Z0316	LIF FTSE100 0316	GBP	1 040,00	6 198,00	87 455 667,87
TOTAL					689 767 233,86

## FUTURES SUR TAUX

## Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBL0316	EUR EURO BUND F 0316	EUR	160,00	157,92	25 267 200,00
FGBL0316	EUR EURO BUND F 0316	EUR	14,00	157,92	2 210 880,00
FGBM0316	EUR EURO BOBL F 0316	EUR	40,00	130,67	5 226 800,00
FGBS0316	EUR EURO SCHATZ 0316	EUR	477,00	111,51	53 190 270,00
FGBS0316	EUR EURO SCHATZ 0316	EUR	104,00	111,51	11 597 040,00
FGBX0316	EUR FUTURE EURO 0316	EUR	102,00	151,40	15 442 800,00
I0316	LIF 3MO EURO EU 0316	EUR	184,00	100,17	46 075 900,00
I0317	LIF 3MO EURO EU 0317	EUR	93,00	100,16	23 286 037,50
I0616	LIF 3MO EURO EU 0616	EUR	173,00	100,18	43 327 850,00
I0617	LIF 3MO EURO EU 0617	EUR	108,00	100,12	27 031 050,00
I0916	LIF 3MO EURO EU 0916	EUR	150,00	100,19	37 569 375,00
I0917	LIF 3MO EURO EU 0917	EUR	157,00	100,07	39 275 512,50
I1216	LIF 3MO EURO EU 1216	EUR	100,00	100,18	25 043 750,00
I1217	LIF 3MO EURO EU 1217	EUR	235,00	100,01	58 752 937,50
UBE0316	CBO ULTRA BOND 0316	USD	120,00	158,69	17 529 687,93

<b>TOTAL</b>	<b>430 827 090,43</b>
--------------	-----------------------

## Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBL0316	EUR EURO BUND F 0316	EUR	555,00	157,92	87 645 600,00
FGBL0316	EUR EURO BUND F 0316	EUR	80,00	157,92	12 633 600,00
FGBM0316	EUR EURO BOBL F 0316	EUR	765,00	130,67	99 962 550,00
FGBM0316	EUR EURO BOBL F 0316	EUR	1 953,00	130,67	255 198 510,00
FGBS0316	EUR EURO SCHATZ 0316	EUR	19,00	111,51	2 118 690,00
FV0316	CBO UST NOTE 5 0316	USD	3 412,00	118,32	371 631 754,57
FV0316	CBO UST NOTE 5 0316	USD	180,00	118,32	19 605 426,68
TU0316	CBO 2 Y US TRES 0316	USD	3 266,00	108,62	653 113 562,07
TU0316	CBO 2 Y US TRES 0316	USD	194,00	108,62	38 794 865,60
TY0316	CBO T NOTE US 1 0316	USD	3 267,00	125,91	378 657 570,41
TY0316	CBO T NOTE US 1 0316	USD	150,00	125,91	17 385 563,38
UBE0316	CBO ULTRA BOND 0316	USD	1 244,00	158,69	181 724 431,55
US0316	CBO FUTURE BOND 0316	USD	2 841,00	153,75	402 102 319,79

<b>TOTAL</b>	<b>2 520 574 444,03</b>
--------------	-------------------------

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES – en euros

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OSPX0316C-1	S&P 500 C 1603 2125.00	2 675,00	2 125,00	2 043,94	0,235	118 279 645,43
OSPX0316C-2	S&P 500 C 1603 2100.00	5 391,00	2 100,00	2 043,94	0,312	316 477 100,62
TOTAL						434 756 746,05

OPTIONS DE VENTE SUR INDICES – en euros

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OSPX0316P-1	S&P 500 P 1603 2000.00	2 675,00	2 000,00	2 043,94	0,407	204 850 279,53
OSPX0316P-2	S&P 500 P 1603 1875.00	2 675,00	1 875,00	2 043,94	0,198	99 656 892,75
OSPX0316P-3	S&P 500 P 1603 1850.00	5 391,00	1 850,00	2 043,94	0,171	173 453 795,53
OSPX0316P-4	S&P 500 P 1603 1975.00	5 391,00	1 975,00	2 043,94	0,354	359 079 787,24
TOTAL						837 040 755,05



# Rapport général des commissaires aux comptes au 31 décembre 2015

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2015, sur :

- le contrôle des comptes annuels du Fonds de réserve pour les retraites, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le Directeur. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

## I. Opinion sur les comptes annuels

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

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

## II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

Comme il est précisé à la note I de l'annexe aux comptes « Règles et méthodes comptables utilisées », les comptes sont établis selon les principes et méthodes comptables applicables au Fonds, prévus notamment par l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 du 5 juin 2008.

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

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

## III. Vérifications et informations spécifiques

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

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

Fait à Paris et Courbevoie, le 17 février 2016

### Les commissaires aux comptes



Hervé Grondin  
Associé

Grant Thornton



Brigitte Vaira-Bettencourt  
Associée



Gilles Dunand-Roux  
Associé

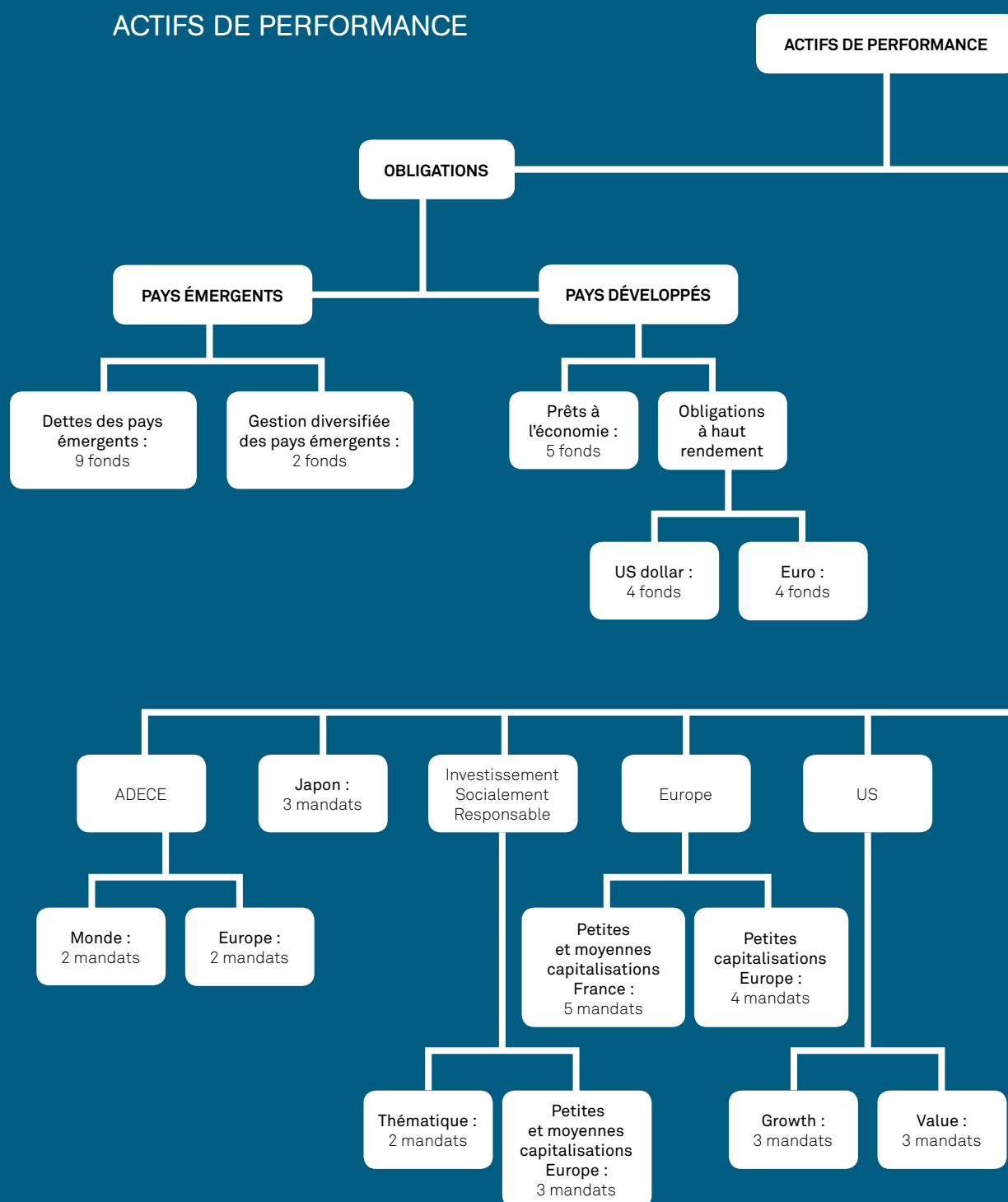
Mazars

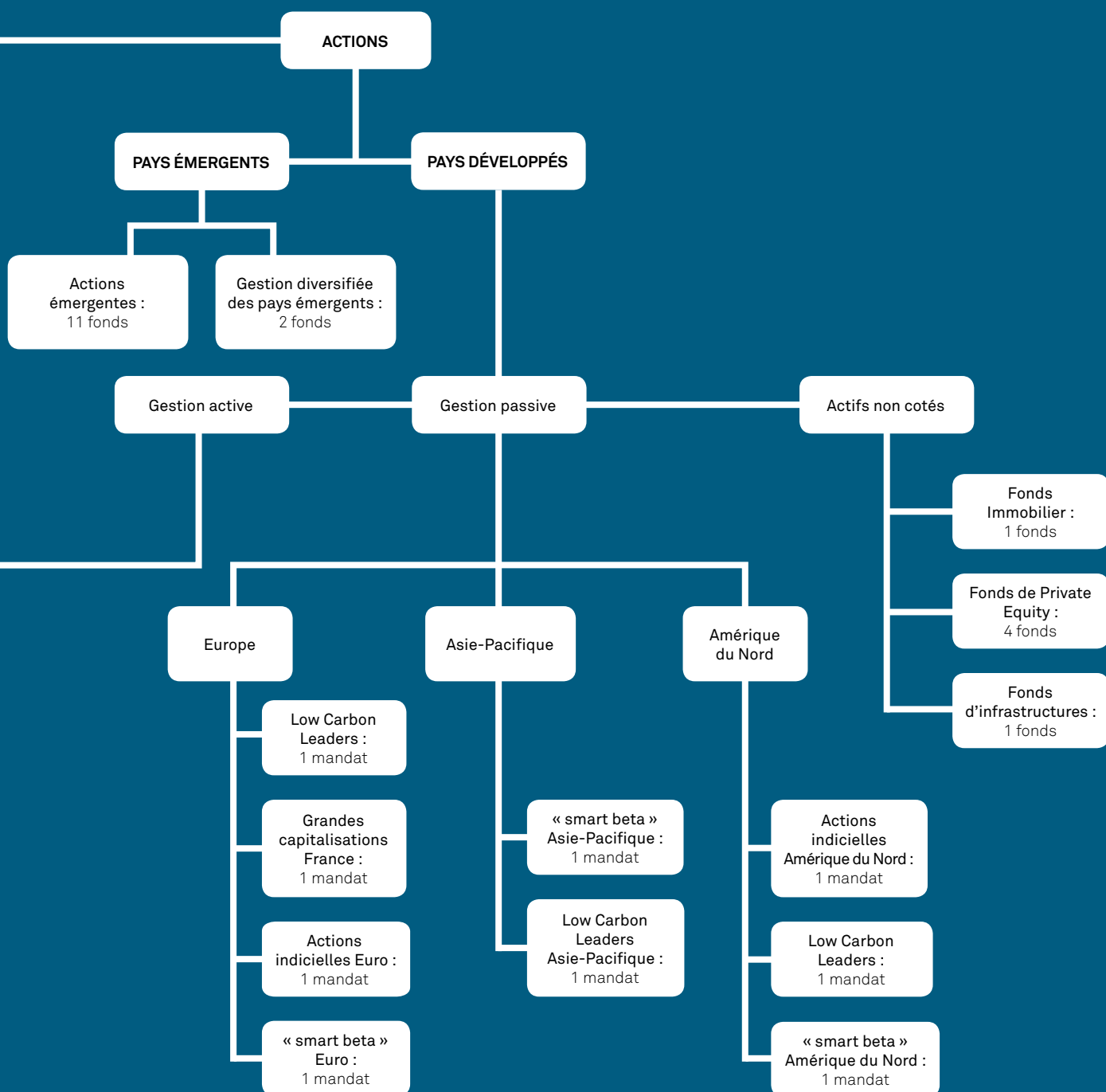


Pierre Masiéri  
Associé

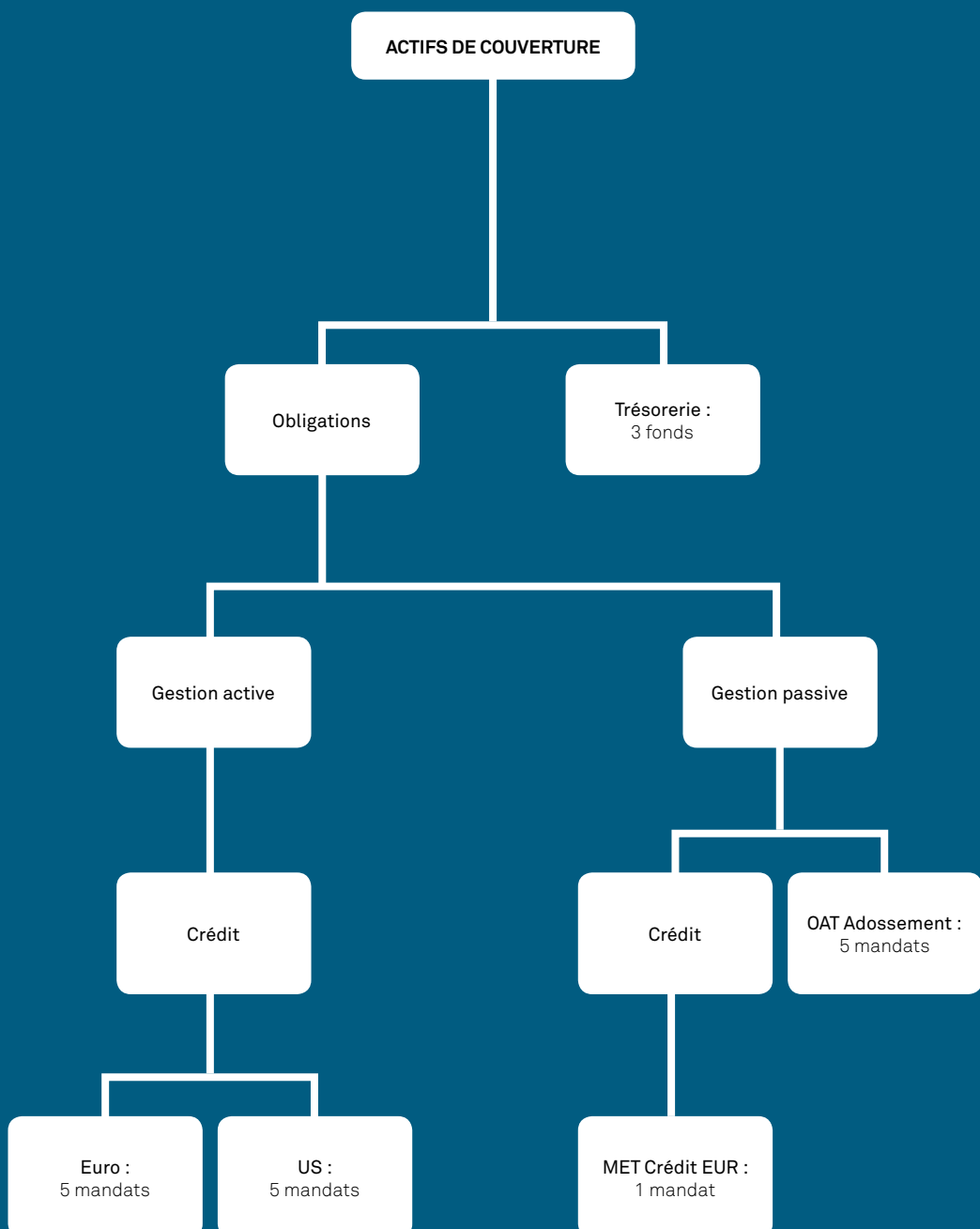
# Cartographie du portefeuille du FRR au 31 décembre 2015

## ACTIFS DE PERFORMANCE





## ACTIFS DE COUVERTURE



# Sociétés de gestion sélectionnées par le FRR au 31 décembre 2015<sup>1</sup>

## 2005FRR05

### PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

## 2009FRR02

### MANDATS DE GESTION OBLIGATION LOT 2 – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN EUROS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

- AXA Investment Managers
- La Banque Postale Asset Management
- Quoniam Asset Management GmbH
- Standard Life Investments

## 2009FRR02

### MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS LOT 3 – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN US DOLLARS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

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

## 2010FRR05

### MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 1 – GESTION D'ADOSSEMENT DE FLUX

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

## 2010FRR05

### MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 2 – OBLIGATIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – CATÉGORIE INVESTISSEMENT

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

## 2011FRR01

### MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 1 – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES STANDARDS

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

## 2011FRR01

### MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 2 – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES OPTIMISÉS

- Amundi Asset Management
- BNP Paribas Asset Management

<sup>1</sup> Conformément au Règlement de la consultation, il est rappelé que la notification du marché, qui seule engage le FRR, aura lieu après la phase de mise au point du marché avec chaque société de gestion dont l'offre a été retenue. Est indiqué entre parenthèses le nom de l'entité qui assurera, par délégation de l'entité contractante, la gestion financière du mandat.

2011FRR06

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 –  
ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES À  
LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES  
ÉMERGENTES – ZONE EUROPE

- BlackRock Investment Management (UK) Limited
- Edmond de Rothschild Asset Management

2011FRR06

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 –  
ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES À  
LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES  
ÉMERGENTES – UNIVERS MONDE

- JP Morgan Asset Management (UK) Limited
- Schroder Investment Management (UK) Limited

2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 –  
ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS  
THÉMATIQUES

- BNP Paribas Asset Management
- Kleinwort Benson Investors

2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 –  
ACTIONS ISR-ACTIONS EUROPE : NOUVELLE  
CROISSANCE DURABLE

- AXA Investment Managers
- Kempen Capital Management (UK) Limited
- La Financière de l'Échiquier

2012FRR03

GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- BlackRock Advisors (UK) Limited
- Goldman Sachs International
- Russell Implementation Services Limited

2013FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 –  
ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS  
EUROPÉENNES

- Fidelity Gestion SAS (Fil Gestion)
- Montanaro Asset Management
- Threadneedle Asset Management Limited
- Standard Life investment Limited

2013FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 –  
ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS FRANÇAISES

- CM-CIC Asset Management
- CPR Asset Management
- Generali Investments Europe
- Oddo Asset Management
- Sycomore Asset Management

2013FRR02

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 –  
ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – VALUE

- Old Mutual Asset Management
- Capital International Limited
- Robeco Institutional Asset Management B.V.
- Wells Fargo Securities International Limited

2013FRR02

MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 –  
ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GROWTH

- JP Morgan Asset Management (UK) Limited
- T.Rowe Price International Limited
- Wells Fargo Securities International Limited

2013FRR05

MANDATS DE GESTION ACTIVE – ACTIONS  
JAPONAISES

- Capital International Limited
- JP Morgan Asset Management (UK) Limited
- Schroder Asset Management Limited

2014FRR03

MANDATS DE GESTION « OVERLAY »

- Russell Implementation Services (UK) Limited
- State Street Global (France) Advisors

## 2015FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE - OBLIGATIONS  
D'ENTREPRISES - LOT 1 - OBLIGATIONS  
D'ENTREPRISES ÉMISES EN EUROS

- Allianz Global Investors GmbH
- AXA Investment Managers
- HSBC Global Asset Management
- Insight Investment Management (Global) Limited
- Kempen Capital Management N.V.
- La Banque Postale Asset Management

## 2015FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE - OBLIGATIONS  
D'ENTREPRISES - LOT 2 - OBLIGATIONS  
D'ENTREPRISES ÉMISES EN US DOLLARS

- AXA Investment Managers  
(AXA Investment Managers Inc. – USA)
- BFT Investment Managers  
(MacKayShields LLC, USA)
- BlackRock Investment Management (UK)  
Limited (BlackRock Financial Management  
Limited – USA)
- Morgan Stanley Investment Management  
Limited (Morgan Stanley Investment  
Management Inc. – USA)
- Wells Fargo Securities International Limited  
(Wells Capital Management, Inc. – USA)

## Appels d'offres en cours au 31 mai 2016

## 2015FRR02

MANDATS DE GESTION OPTIMISÉE - ACTIONS -  
AVEC UNE APPROCHE ESG

## 2016FRR02

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS DETTES PRIVÉES  
D'ENTREPRISES FRANÇAISES

## 2016FRR01

PRESTATION D'ANALYSE DE LA MEILLEURE  
EXÉCUTION



Conception et réalisation : **avant**garde

Ce document est imprimé sur un papier fabriqué à partir de fibres de bois provenant de forêts certifiées et gérées durablement, selon des standards environnementaux, économiques et sociaux.





56, rue de Lille – 75007 Paris

tél. : 33 (0)1 58 50 99 12

[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)

Twitter : @FondsdeReserve