

Rapport annuel 2021

L'INVESTISSEMENT DURABLE, UN INTÉRÊT PUBLIC



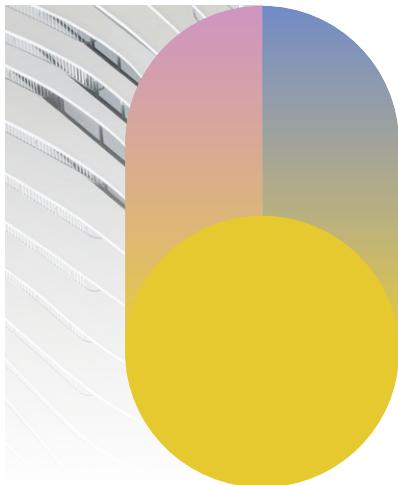
SOMMAIRE

PRÉAMBULE

- 03** Le mot du Directoire et de la Présidente du Conseil de Surveillance
- 06** Chiffres clés

RETOUR SUR L'ANNÉE

- 08** Le FRR dans son environnement économique
- 20** Un portefeuille diversifié pour maîtriser les risques
- 34** La responsabilité au cœur de la gestion financière du FRR
- 74** L'impact du FRR sur son éco-système
- 80** Gestion et maîtrise des risques
- 94** Organisation et coûts
- 96** Gouvernance du FRR
- 102** Cartographie du portefeuille
- 108** Prestataires du FRR



ÉLÉMENTS FINANCIERS

- 115** Synthèse financière et comptable
- 116** Bilan au 31/12/2021
- 118** Compte de résultat au 31/12/2021
- 120** Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2021
- 144** Rapport général des commissaires aux comptes



Le mot du Directoire et de la Présidente du Conseil de Surveillance

Après une année 2020 toute entière dominée par la pandémie de Covid-19 et l'extraordinaire réaction des gouvernements et des banques centrales pour en circonscrire les effets, l'année 2021 a été marquée par des campagnes massives de vaccination et une très forte reprise de l'économie mondiale en dépit de l'apparition de très nombreux goulets d'étranglement dans les chaînes de valeur mondiales.

Dans ce contexte, la performance de gestion du portefeuille, qui résulte exclusivement des actifs de performance (actions, obligations à haut rendement et actifs non cotés) s'établit à +6,95 %.

SANDRINE LEMERY

Présidente du Conseil de Surveillance



Les taux d'intérêt obligataires se sont montrés volatils et ont entamé une franche remontée en fin d'année, en particulier aux États-Unis. Cette remontée a pesé sur la performance du portefeuille de couverture (-0,53 %) et concentré toute la performance sur le portefeuille de performance (+7,57 %). Les frais de gestion administrative ont été contenus à un niveau très bas de 0,09 %.

Ces performances résultent du choix du FRR d'inscrire résolument son allocation stratégique dans une perspective de long terme et de l'engagement de ses collaborateurs autour de trois priorités d'intérêt général.

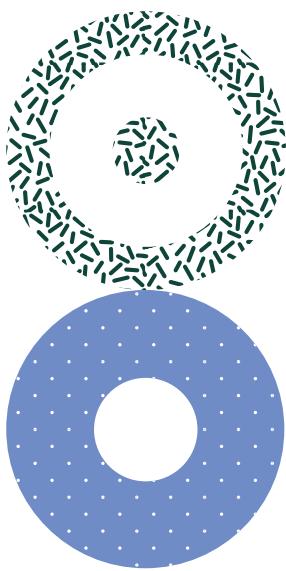
La première priorité consiste à contribuer de manière significative à l'amortissement de la dette du système de retraite

Deux éclairages permettent de mesurer l'apport de la performance durable du FRR au financement des retraites :

- depuis le 1^{er} janvier 2011, les actifs de performance ont enregistré une performance cumulée de +114,6 % et les actifs de couverture de +32 %. Depuis cette même date, la performance annualisée était ainsi de +4,73 % fin 2021;
- le FRR a ainsi permis de créer une valeur par rapport au coût moyen de la dette de la CADES de 14,1 Md€, en hausse de 1,8 Md€ en 2021 grâce à une performance supérieure à son coût d'endettement.

Ces résultats permettront au FRR de payer le passif défini, d'abord par la réforme des retraites de 2010 puis par la loi du 7 août 2020 :

- 2,1 milliards d'euros par an jusqu'en 2024;
- 1,45 milliard d'euros par an entre 2025 et 2033.



La deuxième priorité se traduit par la prise d'engagements renforcés en matière de transition climatique et écologique

Le FRR poursuit sa politique volontariste en matière d'alignement sur l'Accord de Paris.

Conformément aux engagements pris dans le cadre de sa participation à l'alliance Net Zero Asset Owner (NZAOA), le FRR a demandé aux gérants de ses mandats obligataires en euros de piloter les émissions de leur portefeuille afin de les réduire de 30 % d'ici 2024. Dans ce cadre, il a octroyé pour 6 milliards d'euros de mandats de gestion obligataire en euros avec des exigences ESG renforcées notamment en matière de décarbonation et de dialogue.

Une démarche semblable est en cours dans le cadre du renouvellement des mandats de gestion obligataire en dollars pour une contrevalue de plus de 3 milliards d'euros.

Le FRR a également attribué des mandats d'actions indicuels pour une gestion responsable cohérente avec l'Accord de Paris pour un montant de 4,4 milliards d'euros.

À ce jour, le FRR a déjà réduit les émissions de ses portefeuilles actions de 53 % depuis 2013. Il émet 39 % de moins d'équivalent CO₂ par million de chiffre d'affaires que les entreprises de son benchmark.

Le FRR poursuit sa politique volontariste en matière d'alignement sur l'Accord de Paris.



ÉRIC LOMBARD
Président du Directoire

Au-delà de la maîtrise des émissions de CO₂ et de la politique de dialogue menée avec les émetteurs en vue de faire évoluer leur modèle de croissance, le FRR contribue également au financement d'infrastructures vertes, avec 485 millions d'euros engagés sur neuf fonds, soit 1,85 % de son portefeuille. Ces engagements sont désormais appelés à hauteur de 72 %, dont la moitié en France.

La troisième priorité consiste à contribuer significativement au financement des entreprises françaises

En investissant dans des entreprises françaises de toute taille, le FRR contribue significativement au financement de l'économie française. En 2021, les engagements cumulés depuis 2013 en actifs non cotés ont été portés à 4,1 milliards d'euros, dont 70 % investis en France. Les montants effectivement appelés et présents dans le portefeuille étaient de 2,6 milliards d'euros à la fin de l'année 2021.

Le FRR contribue au financement de l'économie française.



OLIVIER ROUSSEAU
Membre du Directoire

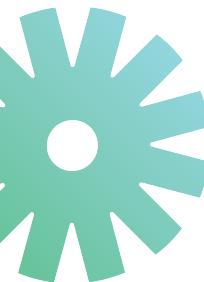
Les efforts accomplis au cours de l'année passée ont porté essentiellement sur des financements en fonds propres ou quasi-fonds propres au travers de la sélection de quatre fonds dont deux centrés sur le développement de futurs leaders technologiques (dans le cadre de l'initiative Tibi), et d'abondements de mandats existants.

Les engagements sur des infrastructures innovantes liées à la transition énergétique et écologique se sont également poursuivis.

Cette année encore, le FRR, grâce à ses équipes et ses instances de gouvernance, a démontré son rôle d'investisseur public responsable pour accompagner efficacement les transitions en cours.



YVES CHEVALIER
Membre du Directoire

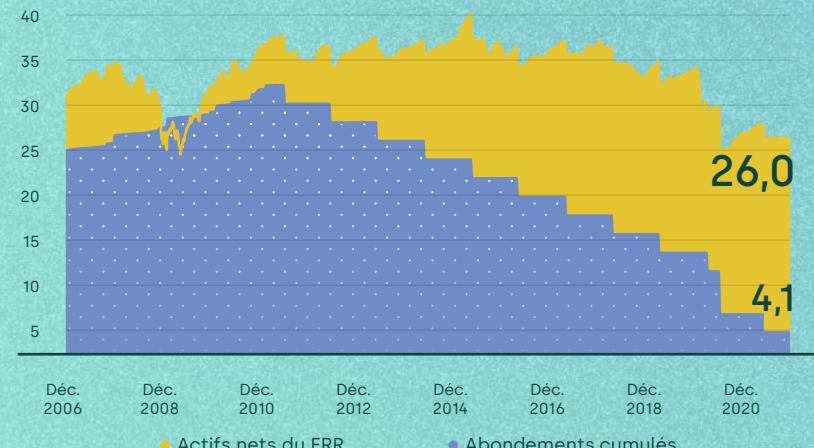


CHIFFRES CLÉS

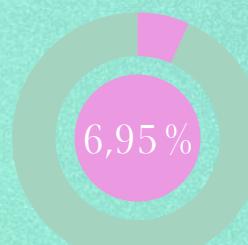


26,0
MILLIARDS D'EUROS
Montant
des actifs du FRR
au 31/12/2021

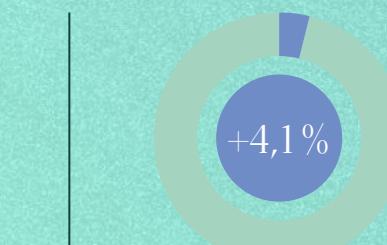
ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR AU 31/12/2021 (EN MILLIARDS D'EUROS)



PERFORMANCE ANNUELLE NETTE DU FRR (EN %)



Performance 2021
nette de frais



Performance annualisée
de l'actif depuis juin 2004



Performance annualisée de
l'actif depuis décembre 2010¹

1. 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;
– le FRR a dû verser fin juillet 2020 la soultre CNIEG (5 Md€).



BILAN ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Événements économiques et financiers

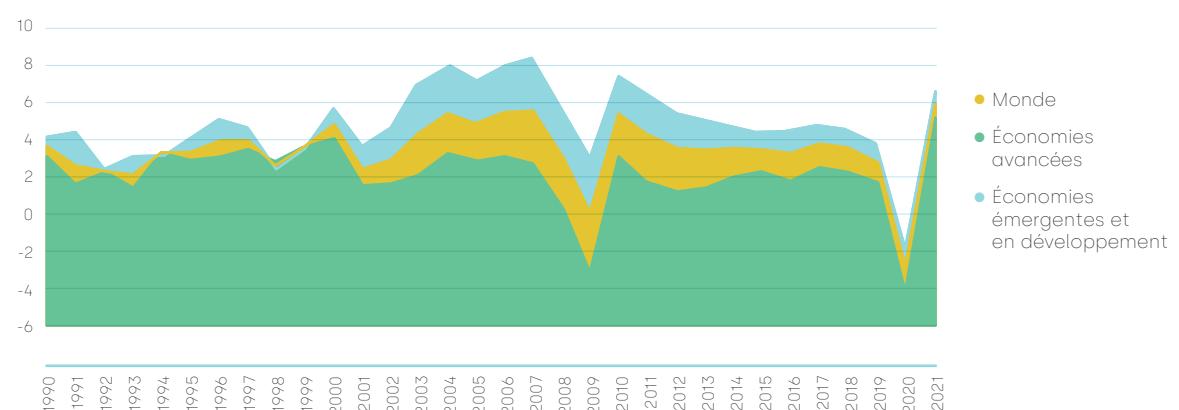
Le contexte global

En 2021, le contexte sanitaire marqué par la « course entre les vaccins et les mutations du virus » de la Covid-19 a continué d'avoir une influence majeure sur la sphère économique. En effet, grâce au déploiement de la vaccination, mais aussi au maintien de politiques budgétaires et monétaires très accommodantes, la croissance mondiale a connu un vif rebond pour atteindre +5,9 % en 2021 (après -3,1 % en 2020), d'après les dernières estimations du FMI. Toutefois, l'apparition de virus variants plus contagieux a causé de nouvelles vagues d'épidémie qui se sont traduites par des à-coups dans la croissance et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Le contexte conjoncturel a également été marqué par une nette accélération

de l'inflation reflétant, au-delà de l'effet de base 2020, un renchérissement des prix de l'énergie et des autres matières premières, ainsi qu'un décalage entre l'offre et la demande induit par la pandémie et illustré notamment par la pénurie de semi-conducteurs et la congestion du fret maritime. Dans ce contexte, les réactions des banques centrales ont été contrastées : dans les économies développées, elles ont pris garde de ne pas précipiter le retrait de leurs soutiens monétaires, tandis que certaines économies émergentes ont été contraintes de procéder à un resserrement rapide (Brésil, Russie et Mexique notamment) malgré l'état encore fragile de la reprise.

Ainsi, en 2021, les différentes attitudes vis-à-vis de l'épidémie, la disponibilité inégale des vaccins selon les pays et les différentes politiques budgétaires et monétaires ont conduit à une reprise mondiale asynchrone.

CROISSANCE ANNUELLE DU PIB : MONDE, ÉCONOMIES AVANCÉES ET ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET EN DÉVELOPPEMENT (EN %) – Source : FMI



États-Unis

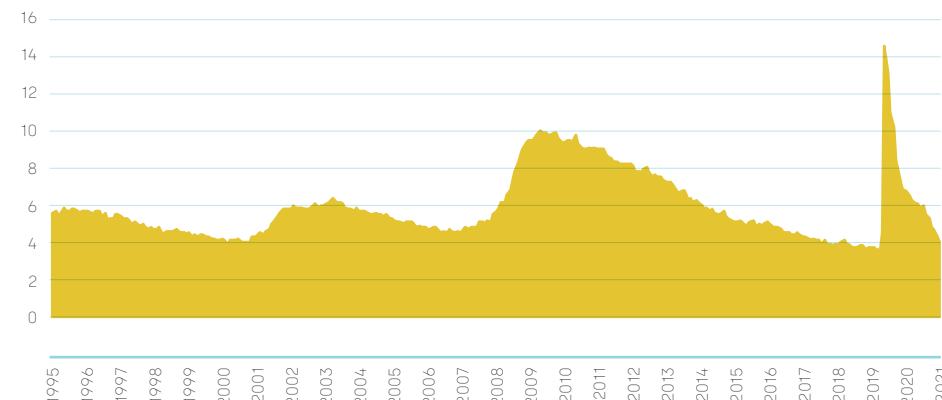
L'économie a retrouvé son niveau d'activité d'avant-crise au 1^{er} semestre 2021, stimulée par une relance budgétaire massive ciblant en particulier le revenu des ménages, et le relâchement des mesures sanitaires grâce à la campagne de vaccination. Le PIB a sensiblement progressé aux 2 premiers trimestres (+1,5 % puis +1,6 %). La dynamique économique s'est affaiblie en milieu d'année (+0,6 % au 3^e trimestre), en raison notamment du regain d'intensité de l'épidémie et des tensions sur les approvisionnements et les recrutements, mais l'activité a renoué dès le 4^e trimestre avec un rythme élevé (+1,7 %), portée par un accroissement significatif des stocks des entreprises et une hausse plus soutenue de la consommation. Sur l'ensemble de l'année 2021, l'économie américaine a ainsi rebondi bien au-delà de son niveau d'avant la pandémie et enregistré une croissance +5,7 % (après -3,4 % en 2020).

La reprise du marché du travail américain a été solide mais, contrairement à l'activité, l'emploi n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Avec une baisse de -2,8 points en 2021, le taux de chômage s'élevait à

3,9 % en fin d'année, soit encore 0,4 point de pourcentage au-dessus de son niveau de février 2020. L'épidémie de Covid-19 a également induit un choc négatif persistant sur la population active, faisant ainsi émerger des difficultés de recrutement, notamment de main-d'œuvre peu qualifiée. Fin 2021, le taux de participation atteignait 61,9 % et demeurait inférieur de 1,5 point à son niveau d'avant la pandémie.

La Réserve Fédérale (Fed) et le gouvernement américain ont continué de mettre en œuvre des moyens sans précédent pour soutenir la reprise. S'étant engagée à promouvoir un « taux d'emploi maximum », la Fed a poursuivi ses achats d'actifs au rythme de 120 milliards de dollars par mois jusqu'à la mi-novembre et laissé ses taux directeurs au niveau plancher de 0 %. La politique budgétaire est restée très expansionniste grâce à l'adoption, en mars 2021, d'un plan de relance de 1,9 trillion de dollars (*American Rescue Plan Act*) et qui portait à 5,5 trillions de dollars (soit 25 % du PIB hors impact de la crise) le montant total des mesures de soutien votées par le Congrès des États-Unis depuis le début de la crise de la Covid-19.

ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE (EN %) – Source : U.S. Bureau of Labor Statistics



Zone euro

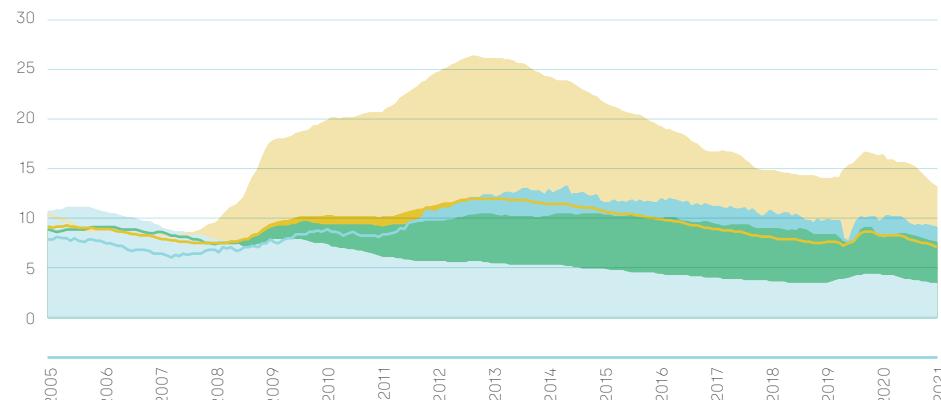
L'activité n'a rebondi qu'à partir du 2^e trimestre (+2,2 % après -0,3 % au 1^{er} trimestre) après un début d'année marqué par une résurgence de l'épidémie. L'accélération de la campagne de vaccination et l'allègement des contraintes sanitaires au début de l'été ont continué de soutenir une croissance robuste du PIB au 3^e trimestre (+2,3 %). L'activité s'est ensuite montrée résiliente au 4^e trimestre face à la vague Delta/Omicron, même si elle n'a progressé que de +0,3 %. Au total, avec une croissance moyenne annuelle de +5,2 % en 2021 (-6,4 % en 2020), l'économie de la zone euro est parvenue à rattraper en fin d'année son niveau de PIB d'avant-crise.

Les performances au sein de la zone ont cependant été hétérogènes : en France, l'activité dépassait de +0,9 % son niveau d'avant crise au 4^e trimestre 2021 ; en Italie et en Allemagne, l'écart à combler s'est nettement réduit (-0,5 % et -1,5 %, respectivement) ; en Espagne, la perte de PIB s'élève en revanche encore à -4,0 %.

Les dispositifs de chômage partiel sont restés des instruments essentiels pour amortir l'impact de la crise sanitaire, en préservant l'emploi et donc le revenu des ménages et en limitant la hausse des coûts salariaux des entreprises. Du fait de la forte reprise économique, le rebond des créations d'emplois a par ailleurs conduit à une baisse du taux de chômage de la zone euro à 7 % fin 2021, soit un niveau inférieur à celui d'avant la pandémie.

Le *policy-mix* est resté très accommodant grâce à la mise en œuvre de la Facilité pour la reprise et la résilience, principal instrument du plan de relance européen *NextGenerationEU*, et à la poursuite du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) de la Banque centrale européenne pour un montant théorique de 80 milliards d'euros par mois jusqu'à septembre 2021, ramené ensuite à 60 milliards d'euros.

TAUX DE CHÔMAGE DES PRINCIPALES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO (EN %) – Source : Eurostat



Asie

Au **Japon**, la reprise économique a été limitée en 2021 (+1,7 % après -4,5 % en 2020), en raison du maintien prolongé des mesures d'état d'urgence et d'un large retard pris dans la campagne de vaccination. La dégradation de la situation sanitaire a fait reculer l'activité au 1^{er} et au 3^e trimestre (-0,5 % et -0,6 %, respectivement), et la décrue de l'épidémie n'a laissé place qu'à une reprise modeste au 2^e trimestre (+0,6 %). La levée de l'état d'urgence au mois de septembre et l'atténuation des tensions sur les approvisionnements ont toutefois permis à l'économie japonaise de rebondir de manière plus significative au 4^e trimestre (+1,3 %).

En **Chine**, face à la recrudescence de foyers épidémiques, les mesures sanitaires prises par les autorités dans le cadre d'une stratégie « zéro Covid » ont pénalisé la consommation des ménages et conduit à un profil de croissance heurté. De plus, l'accent mis par le gouvernement chinois sur ses objectifs stratégiques à long terme (la « prospérité commune », la stabilité financière et le climat, notamment) s'est

traduit par des initiatives politiques qui ont pesé sur l'activité et la confiance des investisseurs : politique restrictive vis-à-vis du secteur immobilier, durcissement réglementaire affectant certains secteurs de la « nouvelle économie » (la tech, l'éducation), efforts de décarbonation imposés aux provinces, etc. L'économie chinoise affiche néanmoins une croissance de +8,1 % en 2021, du fait d'un acquis déjà favorable en début d'année (+6,3 %) et d'une activité restée solide au 1^{er} semestre, proche de son niveau tendanciel pré-Covid, grâce à la vigueur des exportations et la bonne tenue de l'investissement. L'affaiblissement de l'activité en milieu d'année a toutefois conduit à un décrochage par rapport au tendanciel et ravivé les craintes d'un ralentissement trop prononcé de l'économie chinoise. La reprise épidémique dans plusieurs régions de Chine, le durcissement marqué des conditions de crédit et de la réglementation dans le secteur de l'immobilier, ainsi que les pénuries d'électricité causées par le ralentissement de la production charbonnière, expliquent la perte de momentum observée durant l'été.

Focus sur l'inflation

L'environnement reflationniste induit par les politiques macroéconomiques ultra-accommodantes, la hausse des prix des combustibles fossiles soutenue par la vigueur de la reprise, et les perturbations des chaînes d'approvisionnement causées par la pandémie ont généré une vive accélération de l'inflation.

Aux **États-Unis**, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation a dépassé +2,0 % dès le mois de mars 2021 (contre +1,4 % en janvier) et atteint +7,0 % en fin d'année. L'inflation sous-jacente a accéléré de +1,4 % en janvier à +5,5 % en décembre 2021, incitant le Fed à débuter la mise en réduction de son programme d'achats d'actifs à la mi-novembre (au rythme initial de 15 milliards de dollars par mois).

L'envolée des prix des biens a été l'un des principaux contributeurs à la dynamique des prix. Elle est due en premier lieu à la forte demande des ménages, qui ont accumulé une importante épargne

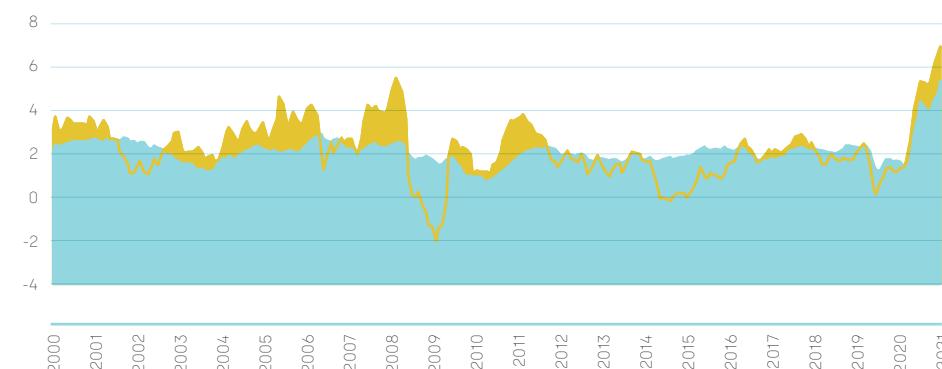
depuis le début de la pandémie et ont été contraints de réorienter leurs dépenses en faveur de la consommation de biens. Les goulets de production apparus dans l'industrie ont ensuite été aggravés par les mesures sanitaires strictes prises dans les pays d'Asie qui ont fortement perturbé l'approvisionnement de semi-conducteurs. Enfin, des difficultés logistiques majeures (congestion des ports, goulets d'étranglement dans le fret maritime, pénuries de chauffeurs routiers) ont allongé les délais de livraison et renchéri les coûts de transport.

En **zone euro**, l'indice des prix à la consommation a également enregistré une forte augmentation, passant de +0,9 % en janvier à +5,0 % en décembre 2021, mais l'accélération de l'inflation sous-jacente a été plus contenue qu'aux États-Unis (de +1,4 % à +2,6 %). Les coûts énergétiques, liés à la hausse des prix des combustibles fossiles, et en particulier aux tensions sur le marché du gaz, demeurent la principale raison du niveau élevé d'inflation en zone euro.

CHINE : CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN %) – Source : National Bureau of Statistics



ÉTATS-UNIS : PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION (EN %) – Source : U.S. Bureau of Labor Statistics



PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS DU FRR

Un fort engouement pour les actions des pays développés en 2021

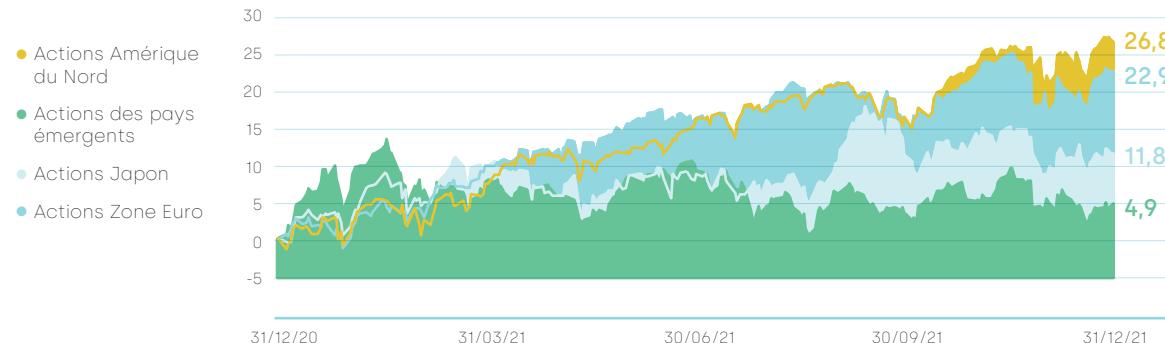
En 2021, les marchés actions des pays développés ont obtenu une performance remarquable de 21,8 %¹, portée par un sentiment d'optimisme des investisseurs et une très forte progression des résultats des entreprises.

Cet optimisme a été porté par un vif rebond de l'activité économique dans les pays développés, lié à la réouverture des économies avec la vaccination massive des populations contre la Covid-19 ainsi qu'à des politiques monétaires très accommodantes de la part des banques centrales et les effets des plans massifs de soutien et de relance budgétaire mis en place par les gouvernements afin de lutter contre les effets de la pandémie.

Dans ce contexte économique favorable, les résultats des entreprises ont connu une progression exceptionnelle. Par exemple, le bénéfice par action des entreprises américaines de l'indice S&P500 a progressé de 51 % en 2021 après une baisse de 16 % en 2020, soit une hausse de 26,8 % sur les 2 années. En zone euro, le bénéfice par action de l'indice Euro Stoxx a affiché une hausse de 87 % après une baisse de 40 % en 2020, soit une progression de 12,2 % sur les 2 années. En conséquence, les actions de ces deux zones ont sensiblement progressé (+23 % en zone euro, +27 % en Amérique du Nord).

Au sein des pays développés, les secteurs de l'énergie, de la technologie et de la finance ont obtenu les meilleures performances avec des gains de respectivement 41 %, 30 % et 28 % en 2021. Les secteurs défensifs, comme la consommation non cyclique et les services aux collectivités ont sous-performé avec des gains respectifs de 13 % et 10 % au cours de l'année.

PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS SUR 2021 (EN %)



1. Selon l'indice MSCI World Net Total Return en USD.

Les actions des pays émergents ont progressé de façon plus modeste, de 4,9 %² en 2021, pénalisées par des performances négatives au Brésil et surtout en Chine, qui représentent près de 30 % de l'indice. Les actions chinoises ont particulièrement souffert du renforcement massif de la régulation de grandes entreprises technologiques, du durcissement des conditions de crédit et de la réglementation dans l'immobilier. Dans ce secteur, l'augmentation du risque de faillite de grands promoteurs comme Evergrande a particulièrement inquiété les marchés.

Les actifs de diversification ont connu des performances inégales

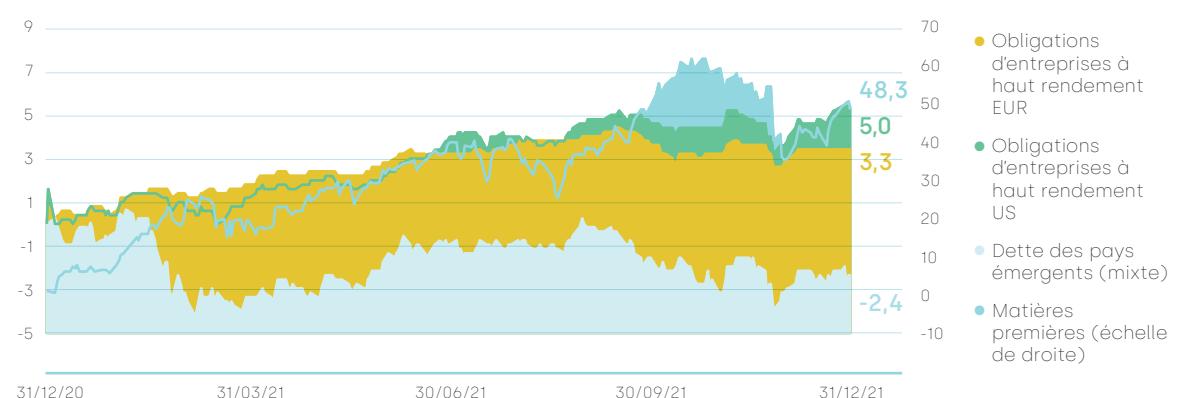
Comme en 2020, les performances des actifs de diversification (obligations des pays émergents et à haut rendement) ont été contrastées en 2021.

Les obligations à haut rendement ont à nouveau enregistré des performances positives, malgré la hausse des taux d'intérêt observée en 2021. Ce phénomène découle de la baisse des primes de risques, sous

l'impulsion d'une croissance économique tonique dans un environnement accommodant. Ainsi, la prime de risque des émissions en euros est passée de 3,5 % à 3,1 % et celle des émissions en dollars de 3,6 % à 2,8 %. Les obligations à haut rendement ont également bénéficié d'un portage avantageux et de taux de faillite bas.

Comme en 2020, les obligations des pays émergents en devises locales et en dollars ont souffert au cours de l'année 2021. La hausse des taux souverains américains a pénalisé ces classes d'actifs, et plus particulièrement les émissions en dollars car leur maturité moyenne est plus longue. La hausse des primes de risques des obligations en dollars n'a pas beaucoup pesé sur le rendement de ces obligations, passant seulement de 3,2 % à plus de 3,3 %. En revanche, les émissions en devises locales ont été fortement pénalisées par l'augmentation sensible de leur taux de rendement, de 4,2 % à 5,7 %. Les pertes subies sur ces émissions ont été amoindries par la performance légèrement positive des devises des pays émergents contre euro (+1,1 %). Les variations les plus favorables proviennent du Yuan (+10 %), du dollar

PERFORMANCE DES ACTIFS DE DIVERSIFICATION SUR 2021 (EN %)



2. Selon l'indice MSCI Emerging Markets Net Total Return en EUR.

taïwanais (+10 %) et du rouble (+7 %). En revanche, la lire turque a dévissé de -40 %. Les pesos colombiens, chiliens, argentins ont baissé d'environ -10 %, mais leur poids dans l'indice n'est pas très élevé.

Le FRR n'a plus aucune exposition aux matières premières depuis mi-2013, mais celles-ci ont progressé de 48,3 % en 2021. À titre d'exemple, le pétrole Brent a progressé de 52 à 78 dollars le baril, soit une progression de 50 %. Seuls les métaux précieux ont enregistré une performance négative, l'or et l'argent affichant des pertes respectives de 3,6 % et 9,6 % en 2021.

Les actifs obligataires de qualité ont souffert de la hausse des taux d'intérêt

La remontée des taux d'intérêts a pénalisé les classes d'actifs obligataires. Aux États-Unis, le taux à 10 ans a progressé de 0,6 %, passant de 0,9 % début janvier à 1,5 % fin décembre. En France, le taux à 10 ans a progressé de 0,5 %, de -0,3 % à 0,2 %.

Au premier semestre, les taux d'intérêt ont été poussés par des perspectives de croissance plus élevée, grâce à la reprise des échanges commerciaux. La vigueur de cette progression a d'ailleurs suscité des craintes de surchauffe des économies, et donc d'emballlement de l'inflation. Cependant, les discours rassurants (dovish) des banquiers centraux quant au resserrement monétaire ont inversé la tendance sur les

taux et déclenché une phase de baisse au cours de l'été. Enfin, ils sont repartis à la hausse au cours du dernier trimestre sur fonds de persistance de l'inflation, qui était auparavant vue comme transitoire. Ainsi, les obligations souveraines et d'entreprises ont enregistré des performances en dents de scie en 2021 : un début d'année difficile, avant une reprise au cours de l'été, pour finir par une nouvelle phase de baisse qui leur a fait terminer l'année dans le rouge.

Ainsi, les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros et en dollars ont enregistré une baisse de respectivement -1 % et -1,9 % sur l'année. L'adossement au passif du FRR (investi en OAT) et les obligations d'État américaines ont un rendement de portage plus bas et ont directement souffert des hausses de taux d'intérêt. La performance de ces deux actifs a donc été encore plus basse que celle des obligations d'entreprises de qualité.

À noter que le FRR n'est pas investi en obligations d'État américaines. Au contraire, elles ont été utilisées comme couverture pour réduire tactiquement l'exposition aux taux d'intérêt américains des obligations d'entreprises de qualité US. Ces couvertures ont donc été gagnantes en 2021 et ont partiellement compensé la mauvaise performance des obligations d'entreprises américaines.

PERFORMANCE DES ACTIFS DE COUVERTURE SUR 2021 AU 31/12/2021 (EN %)



Les contributions à la performance

Le FRR n'a mis en œuvre que deux grands mouvements tactiques au cours de l'année 2021.

En début d'année, il a acheté pour 250 M€ d'actions de la zone euro, afin d'aligner le poids des actions dans son portefeuille avec celui de l'allocation stratégique. Puis au fil de l'année entre janvier et novembre, le FRR a racheté l'ensemble de ses positions de couverture de taux sur obligations d'État américaines, soit 2 milliards d'euros, afin d'aligner la duration de son portefeuille avec celle de l'allocation stratégique.

La gestion flexible de l'allocation a généré une performance de +0,1 %.

La mise en œuvre de l'allocation d'actifs a, quant à elle, eu un effet global quasi nul, et les trois effets spécifiques suivants :

- une contribution de +0,3 % due à la performance des actifs non cotés par rapport à leur indice proxy formé d'actifs cotés;
- une contribution de -0,2 % de la gestion des mandats et OPC d'actifs cotés. Hors frais de gestion, l'alpha des gestions d'actifs cotés est en fait légèrement positif;
- une contribution de -0,1 % des autres gestions (transition et overlay).

Pour leur part, les indices smart beta ont eu une performance nulle relativement aux indices de référence pondérés par les capitalisations.

La surperformance des actifs non cotés par rapport à leur proxy d'actifs cotés a été particulièrement élevée pour deux d'entre eux :

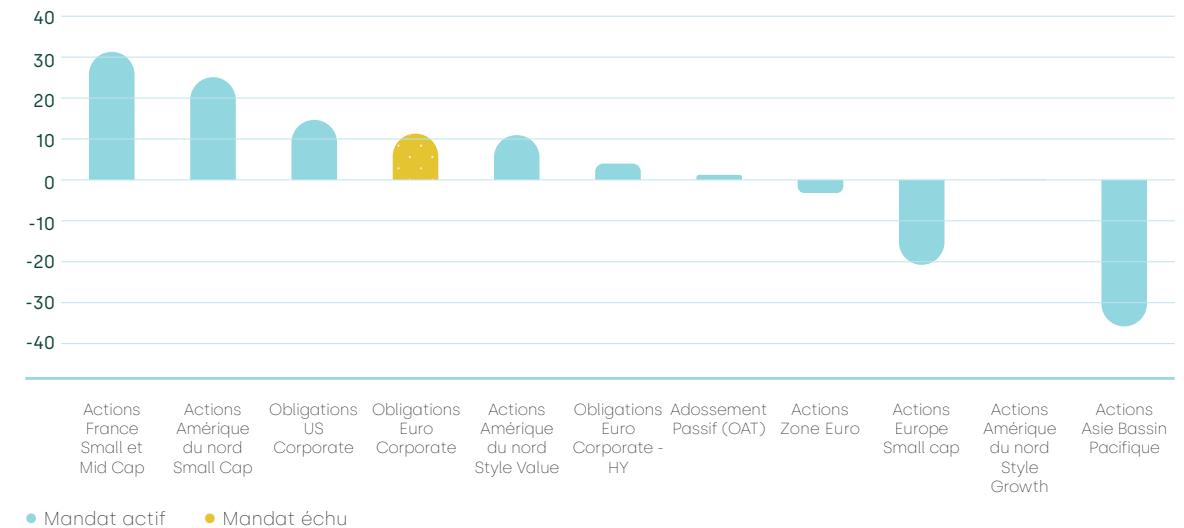
- le capital investissement, qui a contribué à +0,2 % de performance;
- les infrastructures qui ont apporté +0,1 % de performance.

Cependant, cette surperformance peut être partiellement due aux décalages de valorisation entre actifs cotés et non cotés.

La gestion des mandats et OPC d'actifs cotés a contribué à la performance, nette frais de gestion³, à hauteur de -0,2 % en 2021. Les principaux effets l'expliquant sont :

- les gestions actions optimisées ESG pour -0,1 %;
- les gestions actives sur actions de petite capitalisation (+0,1 % pour les françaises et -0,1 % pour les européennes);
- les gestions actives sur actions japonaises pour -0,2 %;
- les gestions actives sur les obligations d'entreprises de qualité pour +0,1 %, répartis équitablement entre celles en euros et celles en dollars;
- les OPC sur les actions des pays émergents pour -0,04 %.

CRÉATION DE VALEUR DES MANDATS DU FRR EN 2021 (EN MILLIONS D'EUROS)





UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ ET FOCALISÉ SUR LE LONG TERME

La situation patrimoniale du FRR s'est sensiblement améliorée depuis 2020

Depuis fin 2010, le passif était constitué de 14 versements annuels de 2,1 Md€, de 2011 à 2024. Cependant, à la suite de la crise sanitaire, la situation patrimoniale du FRR a été perturbée en 2020 par la demande de paiement de la soulté CNIEG (environ 5 Md€) et par l'ajout au passif du FRR de 9 versements annuels de 1,45 Md€,

de 2025 à 2033. Ceci a mécaniquement fait augmenter le passif de plus de 13 Md€ et fait plonger le ratio de financement à 114 %. Cependant, de mi-2020 à fin 2021, celui-ci s'est sensiblement redressé jusqu'à atteindre 134 %.

Cette progression est avant tout due aux bonnes performances des marchés financiers en 2020-2021, notamment les actions. Mais les choix de gestion du FRR ont également été payants.

ÉVOLUTION DU RATIO DE FINANCEMENT DE 2010 À 2021 (EN %)



Les grandes décisions de gestion du FRR en 2020-2021

En effet, malgré une marge de sécurité réduite en 2020 et 2021 (en raison du faible niveau du ratio de financement), le poids des actifs de performance, qui ont sensiblement progressé en 2020 et 2021, a augmenté d'environ 7 % dans le portefeuille du FRR. De 2010 à 2021, il est ainsi passé d'environ 40 % à plus de 60 %.

Trois changements marquants ont été effectués dans le portefeuille entre 2020 et 2021 :

- le poids des obligations d'entreprises à haut rendement en euros a augmenté de 5 % ;
 - le notional d'actions couvert par des options a diminué de 3,4 % de l'actif, ce qui a permis de moins plafonner les performances des actions ;
- En résulte donc une hausse de 7 % du poids des actifs de performance dans le portefeuille, mais sans hausse notable du poids global des actions. En réalité, les actions ont vu leur poids baisser d'environ 1,5 % dans l'allocation stratégique fin 2021 par rapport à fin 2020, remplacées par des actifs non cotés. Le maintien du poids des actions autour de 38 % dans le portefeuille fin 2021 reflète la position tactique positive du FRR. Fin 2021, le portefeuille est en ligne avec l'allocation stratégique sur les actions, alors qu'il était sous-pondéré d'environ 2 % fin 2020. Cette position tactique a permis de maintenir une contribution positive de la gestion flexible du FRR en 2021, malgré la sous-pondération des actions américaines.

ÉVOLUTION DU PORTEFEUILLE DU FRR DE 2020 À 2021

	Fin 2020	Fin 2021
Actions	37,9 %	38,5 %
Actions européennes	15,8 %	19,55 %
Actions pays développés non européennes	5,6 %	5,8 %
Actions pays émergents	4,3 %	4,25 %
Actions pays développés couvertes en options	12,3 %	8,90 %
Obligations d'entreprises à haut rendement	4,5 %	9,4 %
Obligations des pays émergents	6,1 %	6,1 %
Actifs non cotés, part de performance	6,0 %	7,4 %
Actifs de performance	54,35 %	61,4 %
Obligations de qualité	41,1 %	37,4 %
Adossement au passif	10,8 %	9,7 %
Obligations d'États développés	0,0 %	0,0 %
Obligations d'entreprises de qualité	30,3 %	27,7 %
Actifs non cotés, part de qualité	2,3 %	2,4 %
Liquidités	2,3 %	-1,2 %
Actifs obligataires de qualité	45,65 %	38,6 %

Une classification des actifs inspirée d'un processus de gestion basé sur le passif

Les actifs de performance ont une espérance de rendement élevée et incluent les actions des pays développés (couvertes par des options ou non) et des pays émergents, les obligations des pays émergents et d'entreprises à haut rendement, ainsi qu'une part des actifs non cotés. Les actifs

de couverture sont davantage corrélés au passif du FRR et incluent l'adossement au passif investi en OAT, les obligations d'entreprises de qualité en euros et en dollars, ainsi que l'autre part des actifs non cotés.

Actifs obligataires de qualité	Obligations d'entreprises de qualité	Émissions en euros
		Émissions en dollars
	Obligations d'États	OAT adossées au passif
	Liquidités	Liquidités
	Part de qualité des actifs non cotés	2/3 des infrastructures
		1/2 de l'immobilier
		20 % de la dette d'acquisition
		45 % de la dette d'entreprise
Actifs de performance	Actions	Actions des pays développés (dont 50 % de zone euro)
		Actions des pays émergents
		Actions des pays développés couvertes en options
	Actifs de rendement	Obligations des pays émergents en dollars et devises locales
		Obligations d'entreprises à haut rendement en euros et en dollars
	Part de performance des actifs non cotés	100 % du capital investissement
		1/3 des infrastructures
		1/2 de l'immobilier
		80 % de la dette d'acquisition
		55 % de la dette d'entreprise
		100 % de la dette mezzanine

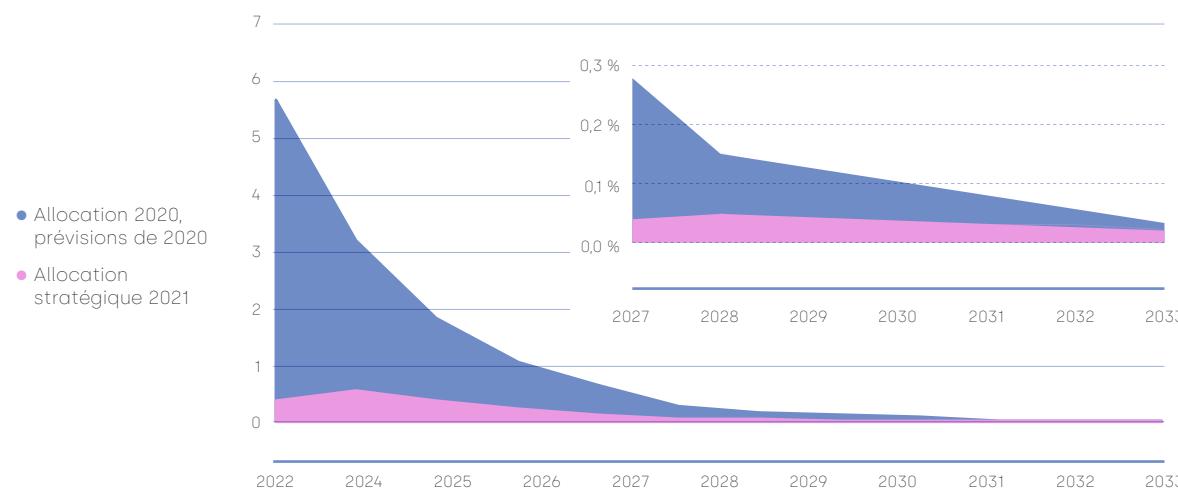
L'allocation est en adéquation avec les objectifs du FRR

Ce poids élevé d'actifs de performance découle d'un positionnement sur le long terme du portefeuille du FRR. En effet, l'objectif premier du FRR consiste à assurer les paiements à la CADES : 2,1 Md€ par an de 2022 à 2024, puis 1,45 Md€ de 2025 à 2033. Le respect de cette mission impose une probabilité faible, à long terme, de manquer de fonds. En effet, avec l'allocation stratégique 2021, il est possible que le ratio de financement devienne inférieur à 1 les premières années, même si cette probabilité s'est fortement réduite par rapport à la situation de 2020 grâce à la bonne performance de 2020/21. Cependant, ce risque devient très faible à long terme et même inférieur à 0,1 % à partir de 2027, grâce notamment à l'effet de « retour à la moyenne » observé sur les actifs de performance.

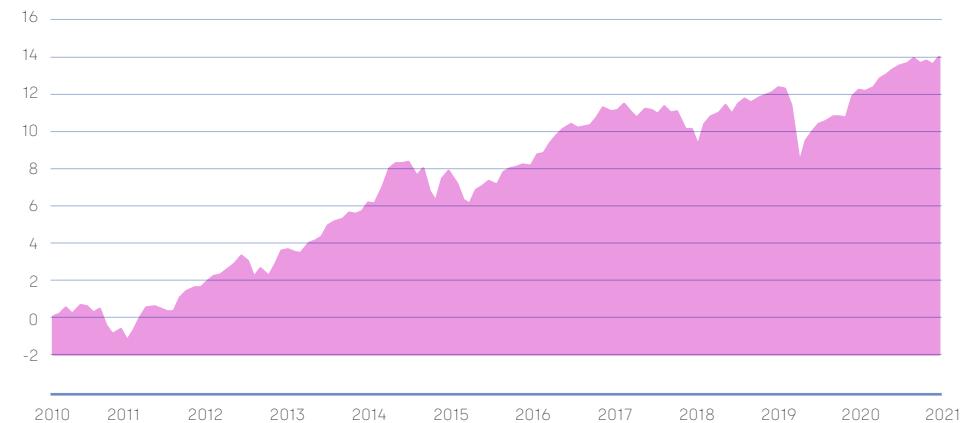
L'évolution du portefeuille en 2021 est également motivée par le respect du second objectif du FRR : créer une valeur importante pour l'État, c'est-à-dire faire fructifier les sommes qui lui ont été confiées bien au-delà des intérêts évités par l'État s'il avait utilisé ces montants pour réduire sa dette brute. Le FRR crée donc de la valeur si la performance sur son actif est supérieure au coût annuel moyen à l'émission de la dette française (plus une prime CADES de 0,1 %).

Depuis la mise en place du modèle de gestion actif-passif fin 2010, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire de 14,1 Md€ au 31/12/2021. La création de valeur s'établissait à 12,3 Md€ fin 2020. En 2021, la création de valeur a donc progressé de 1,8 Md€.

PROBABILITÉ D'OBSERVER UN RATIO DE FINANCEMENT INFÉRIEUR À 1 POUR L'ALLOCATION STRATÉGIQUE 2021 ET ÉVOLUTION PAR RAPPORT À CELLE DE 2020 (EN %)



CRÉATION DE VALEUR DU FRR PAR RAPPORT À UN INVESTISSEMENT AU COÛT DE LA DETTE FRANÇAISE (EN MILLIARDS D'EUROS) – Source : FRR, Agence France Trésor



PERFORMANCE ANNUELLE DE L'ACTIF DU FRR ET COÛT MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE FRANÇAISE (EN %) – Source : FRR, Agence France Trésor



En 2021 encore, la performance du FRR a été supérieure au coût moyen de la dette française, à +7,0 % contre +0,1 %. Depuis fin 2010, la performance annualisée de l'actif du FRR s'élève à 4,7 %, tandis que le coût annuel moyen à l'émission de la dette française (plus une prime CADES de 0,1 %) est de 0,9 % par an.

Selon les estimations du FRR, l'allocation stratégique choisie par le FRR en 2021 devrait encore permettre de créer une

valeur importante jusqu'en 2033 : dans un cas médian et selon les scénarios, entre 4,7 Md€ et 5,2 Md€ (valeur 2021 de 2021 à 2033, pour un surplus (actif – passif) qui était supposé de 4,9 Md€ dans les hypothèses de l'allocation stratégique 2021).

Par conséquent, chaque euro confié au FRR (en plus de ceux strictement nécessaires au paiement du passif) rapporte dans un cas médian entre 2 € et 2,1 € (valeur 2021) de 2021 à 2033.

Focus sur les obligations d'entreprises à haut rendement en euros

Les obligations d'entreprises à haut rendement en euros sont les actifs dont le poids a le plus progressé en 2021. En tant qu'actif obligataire, les obligations d'entreprises à haut rendement en euros dépendent de l'évolution des taux d'intérêt euros, mais sont en réalité bien plus corrélées aux actions (0,61 en moyenne depuis 20 ans), via la variation de leurs primes de risque (spreads). Cependant, l'anti-corrélation depuis 20 ans entre taux d'intérêt et primes

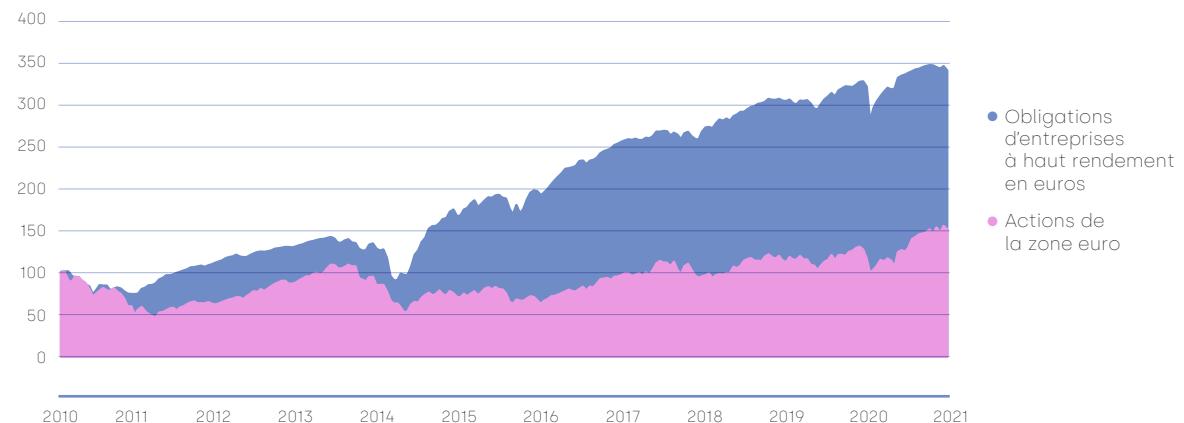
de risques, notamment lors des dernières crises, a permis de limiter la volatilité des obligations à haut rendement. Ainsi, leur volatilité a été de 10,9 % depuis 20 ans, contre 18,4 % pour les actions zone euro¹ et leur perte maximale a été de 37 % (fin 2008), contre 56 % pour les actions (début 2003). Les corrections sont donc moindres pour les obligations d'entreprises à haut rendement.

Cependant, historiquement, la performance des obligations d'entreprises à haut rendement a été bien plus élevée que celle des actions depuis fin 2000 en zone euro et a été comparable aux États-Unis.

PERFORMANCES ANNUELLES DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES À HAUT RENDEMENT ET DES ACTIONS, EN ZONE EURO (EN %)



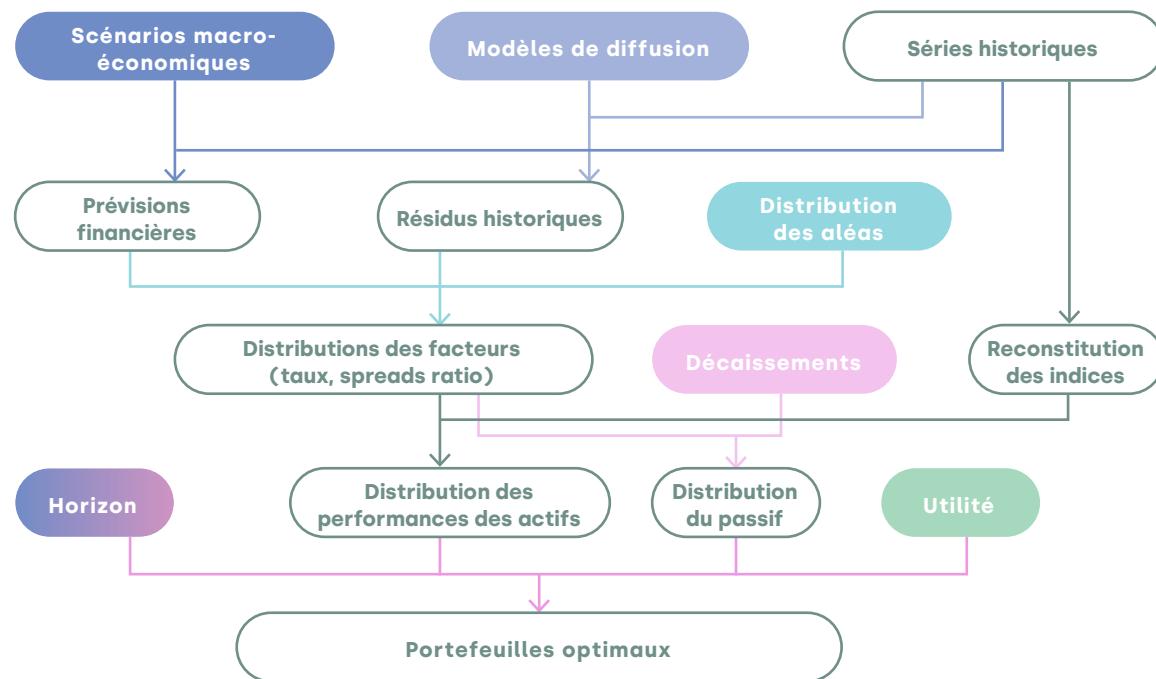
INDICES DES ACTIONS ZONE EURO ET DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES À HAUT RENDEMENT EN EUROS



Il n'est pas anticipé par le FRR que cette surperformance se retrouve dans les années à venir. Néanmoins, le rapport rendement/risque des obligations à haut rendement devrait rester intéressant et elles apporteront de la diversification au sein des actifs de performance.

1. Indice Bloomberg Corporate High Yield Euro pour les obligations d'entreprises à haut rendement en euros, indice Eurostoxx 50 total Return pour les actions.

Modèles utilisés pour la révision annuelle de l'allocation stratégique



La construction des portefeuilles optimaux est basée sur un algorithme dont les principales étapes sont résumées dans le schéma ci-dessus.

Les « entrées » de l'algorithme sont en couleur : mission du fonds (« décaissements », « horizon »), « séries historiques », choix des modèles (« modèles de diffusion »), de la fonction d'utilité (« utilité »), choix de la nature des distributions de probabilité (« distribution des aléas ») ou enfin prévisions des variables économiques (« scénarios macro-économiques »).

En particulier, la construction des distributions des performances des actifs nécessite de disposer des distributions des éléments de base (taux, spreads, ratio de valorisation, change, croissance des dividendes...) et d'une méthode pour reconstituer les classes d'actifs à partir de ces facteurs élémentaires.

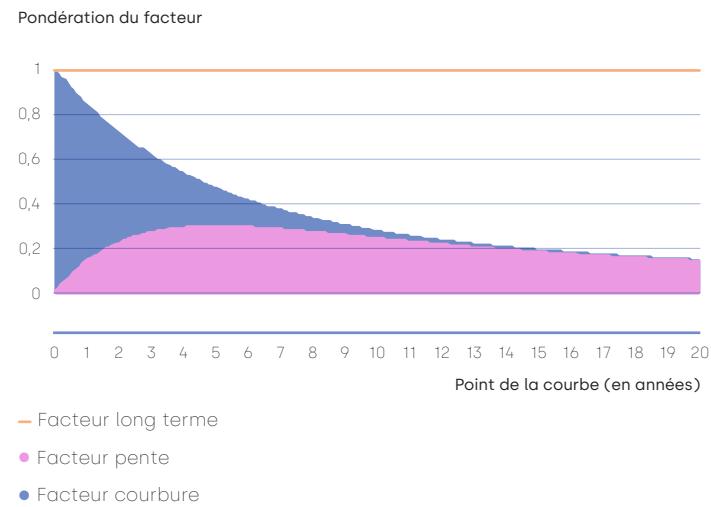
Alors que les croissances de dividendes, le taux euro contre dollar ainsi que le panier de devises des pays émergents sont diffusés directement, les facteurs principaux (taux, spreads et ratios de valorisation) font l'objet d'une modélisation.

Taux : le modèle de Diebold-Li (2006)

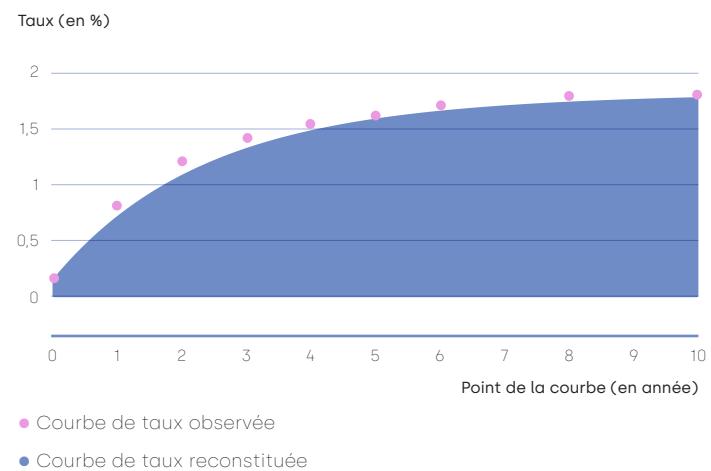
Les courbes de taux sont un élément essentiel de la modélisation des actifs obligataires. Afin d'éviter de modéliser chaque point de la courbe de taux séparément, le modèle de Nelson-Siegel (1987) réduit la courbe à trois facteurs : le taux long terme, la pente des taux et la courbure de la courbe. Chaque point de la courbe résulte d'une combinaison linéaire de ces trois facteurs : les taux long terme auront un poids du facteur « long terme » important, les taux court terme seront déterminés par le facteur « long terme » et la pente. Enfin, la courbure permettra de placer les taux intermédiaires entre la partie court terme et la partie long terme de la courbe.

Les trois facteurs de Nelson-Siegel sont ensuite diffusés selon un processus auto-régressif d'ordre 1 afin de traduire les projections des scénarios économiques en diffusion stochastique (extension proposée par Diebold-Li en 2006).

POIDS DES FACTEURS DE NELSON SIEGEL



RECONSTITUTION DE LA COURBE DE TAUX AMÉRICAINE



Spreads : le modèle de Black-Karasinski (1991)

Les spreads représentent la prime de risque d'un actif obligataire par rapport à son taux sans risque. Les actifs obligataires à spreads en portefeuille sont : les entreprises de qualité, les entreprises à haut rendement et la dette des pays émergents.

Plusieurs caractéristiques essentielles des spreads doivent être reproduites par le modèle de diffusion :

- la prime ne peut pas être négative;
- les distributions historiques du logarithme des spreads se rapprochent d'une loi normale;
- la volatilité des spreads n'est pas constante mais dépend du niveau du spread (plus le spread est élevé, plus la volatilité est elle-même élevée).

Le modèle de Black-Karasinski permet de traduire ces caractéristiques dans le processus de diffusion : garantie d'une prime positive, distribution log-normale des spreads, volatilité proportionnelle aux taux. À noter que le modèle de Black-Karasinski peut être vu comme un processus d'ordre 1 sur les logarithmes des spreads.

Actions : le modèle de Campbell et Shiller (1988)

Les rendements des actions suscitent de nombreux débats académiques sur leur prédictibilité. Dans l'allocation stratégique, il est fait l'hypothèse que les rendements des actions sont basés sur :

- le ratio Prix sur Dividendes (l'inverse de ce ratio étant le taux de rendement de l'action provenant du versement des dividendes);
- le taux de croissance des dividendes.

Le modèle employé peut être vu comme une version dynamique du modèle de Gordon (1962) stipulant que le prix des actions est la somme des dividendes futurs actualisés.

On suppose que le ratio de valorisation suit un processus autorégressif d'ordre 1. Cette hypothèse permet de réduire le risque des actions lorsque l'horizon d'investissement augmente, puisque le ratio finit par revenir vers son niveau de long terme (mécanisme de retour à la moyenne).

Pour compenser cette réduction du risque sur le long terme, un modèle spécifique sur l'évolution de la volatilité des actions est introduit. À court terme, ce modèle de type GJR engendre des périodes subissant un pic de la volatilité augmentant ainsi la probabilité d'occurrence de rendements très négatifs.

Une hypothèse commune : le processus autorégressif d'ordre 1

Comme précisé dans chacune des trois parties, les taux, les spreads et les ratios de valorisation font chacun intervenir un processus d'ordre 1 lors de leur modélisation.

Un processus autorégressif d'ordre 1 suppose que :

- l'état au temps T ne dépend du passé qu'au travers de l'état $T-1$;
- le processus oscille autour d'une valeur d'équilibre (sa valeur de long terme) et est donc sujet à un retour à la moyenne;
- le processus ne dépend que de deux paramètres : la valeur d'équilibre et la vitesse de retour vers ce niveau si le processus s'en écarte.

Ce mode de diffusion est donc le reflet d'une hypothèse centrale dans la modélisation : les principales variables financières de l'allocation stratégique sont diffusées stochastiquement mais reviennent progressivement vers leur équilibre de long terme.

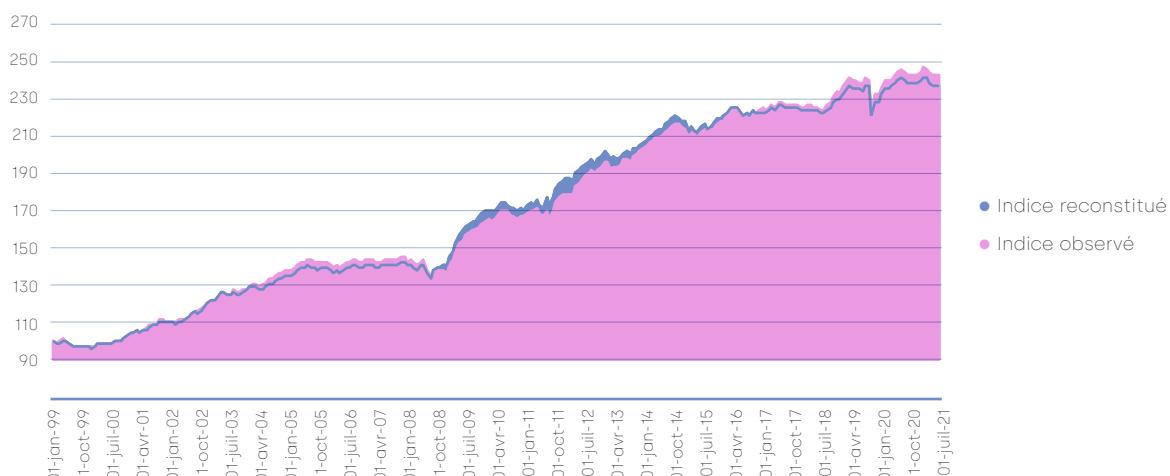
Reconstruction des performances obligataires

Si le modèle actions permet de reconstituer directement le rendement des indices actions, il est nécessaire de prévoir une étape supplémentaire pour la reconstruction des indices obligataires.

Les rendements obligataires sont subdivisés en deux sources (les intérêts perçus et les variations de marché du titre) et en deux facteurs (les taux et les spreads) amenant 4 effets distincts.

La reconstitution effectuée est une **approximation** car le calcul exact exigerait d'avoir les données de l'ensemble des titres constituant l'indice sur l'historique utilisé (1999-2021). Cette approximation se détériore lorsque les titres de l'indice ont de grandes disparités dans les maturités et les variations de marché mais donne des résultats historiquement très proches des indices.

EXEMPLE D'UNE RECONSTITUTION D'UN INDICE OBLIGATAIRE : LA DETTE D'ENTREPRISE DE QUALITÉ EN EUROS



Actualité des Appels d'offres

L'activité des appels d'offres en 2021

L'année 2021 a été riche en termes d'actualités d'appels d'offres donnant lieu au lancement et à la finalisation de plusieurs appels d'offres importants pour la gestion du FRR.

Pour l'ensemble de ces sélections de gestionnaires, les aspects ESG ont pris une place croissante au sein des différentes étapes de la sélection.

Ainsi, lors de la phase de candidature, des critères spécifiques d'analyse ESG ont été élaborés puis renforcés afin d'évaluer de manière quantitative la couverture des aspects ESG.

En phase d'offres, de nombreuses questions portant en détail sur les moyens mis en œuvre ainsi que sur le processus d'intégration des aspects ESG au sein des choix de gestion ont été rajoutées.

Enfin, la phase de visite sur site offre une bonne illustration de l'implication des équipes dédiées dans la prise en compte des critères ESG, des capacités et méthodes d'analyse de ces aspects ainsi que la mesure de leurs intégrations au sein du processus de gestion.

Ainsi, en mai 2021, le FRR a finalisé la sélection de gestionnaires de « **mandats de gestion active responsable : obligations d'entreprises émises en euro** ». Cet appel d'offres restreint portait sur des **actifs indicatifs de 5,5 milliards d'euros** et était composé de deux lots distincts, un lot Obligations d'entreprises de bonne qualité émises en euro et un lot Obligations d'entreprises haut rendement émises en euro. Le FRR a retenu la candidature de 5 gérants pour chaque lot.

Le FRR a par ailleurs lancé en avril 2021 un appel d'offres portant sur la sélection de « **mandats de gestion active responsable : obligations d'entreprises de bonne qualité émises en dollars** ». Cet appel d'offres restreint porte sur des **actifs indicatifs de 2,5 milliards d'euros**. Sur ce marché, la sélection finale des gestionnaires interviendra dans le courant de l'année 2022.

Pour ces appels d'offres, le FRR a insisté sur le **caractère de gestion active responsable**, sur la prise en compte par les candidats sélectionnés dans leur processus d'analyse et de gestion, d'enjeux ESG, tout en intégrant la politique d'exclusions (armes prohibées, tabac, et charbon), de vote et d'engagement du FRR.

Les candidats doivent en conséquence démontrer, notamment par l'organisation de l'analyse crédit, l'intégration des équipes de gestion et les processus mis en place :

- la prise en compte des critères extra-financiers dans le processus d'évaluation des investissements ;
- la prise en compte des enjeux du changement climatique dont notamment la réduction des émissions et des réserves de CO₂, la contribution à la transition écologique et énergétique, l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 2 °C ;
- le développement d'expertises et/ou de stratégies spécifiques sur les obligations à impact (obligations vertes, obligations sociales et obligations durables) ;
- le dialogue avec les émetteurs détenus en portefeuille.

Plus largement, les candidats doivent favoriser les émetteurs dont la stratégie est en ligne avec l'Accord de Paris.

Enfin, les candidats doivent produire un reporting à la fois quantitatif et qualitatif rendant compte des actions mises en œuvre et des progrès réalisés en la matière.

De plus, conformément aux engagements pris dans le cadre de sa participation à l'alliance Net Zero Asset Owner (NZAOA, l'Alliance des détenteurs d'actifs pour la neutralité carbone), le FRR a demandé aux gérants des mandats en euros de piloter les émissions de leur portefeuille afin de les réduire de plus de 30 % d'ici 2024. Dans ce cadre, les exigences ESG ont été renforcées notamment en matière de décarbonation et de dialogue.

Concernant les mandats de gestion obligataire en dollars, des exigences de réduction des émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles sont également imposées pour cet appel d'offres et seront mises en place dès le lancement des mandats.

2021 a été aussi l'année de lancement et la finalisation d'un nouvel appel d'offres ouvert lancé en mars pour la sélection d'un ou plusieurs gestionnaires pour une **gestion responsable de mandats de réplication d'indices actions alignés sur les principes de l'Accord de Paris** et portant sur des **actifs indicatifs de 4 milliards d'euros**.

Le marché portait sur la sélection au maximum de quatre gestionnaires capables d'optimiser une réplication d'indices « actions » (qu'ils soient pondérés ou non par les capitalisations) avec une approche responsable sous contrainte de minimisation du risque relatif à l'indice et en préservant les caractéristiques des indices utilisés. L'objectif recherché par le FRR est, notamment, l'alignement des portefeuilles gérés avec une trajectoire compatible avec l'Accord de Paris qui vise à éviter un changement climatique dangereux en limitant le réchauffement de la planète à un niveau nettement inférieur à 2 °C et en poursuivant les efforts pour le limiter à 1,5 °C.

Les méthodologies utilisées par chaque gestionnaire pour la réalisation de cet objectif susceptibles d'être évolutives sur la durée du mandat et selon les indices, doivent intégrer *a minima* :

- une réduction progressive de l'empreinte carbone en absolu ;
- une réduction relative à l'indice de référence de l'empreinte carbone ;
- une surpondération de la « part verte » des investissements ;
- une mesure des risques physiques et de transition ;
- une notation ESG supérieure à celle de l'indice de référence ;
- la politique d'exclusions du FRR.

À l'issue du processus des travaux de sélection, le Directoire du FRR a décidé de sélectionner les offres de 3 candidats.

Pour finir, le FRR a lancé en octobre 2021 un appel d'offres ouvert visant à sélectionner deux prestataires de services d'investissement spécialisés dans la **gestion des opérations de transition**.

Les principales missions de ces gestionnaires sont d'assurer certaines opérations d'investissement ou de désinvestissement nécessaires à la constitution ou la modification des portefeuilles gérés par les gestionnaires d'actifs et d'exécuter et, éventuellement, recevoir et transmettre pour exécution durant les périodes de transition et dans les meilleures conditions de confidentialité les ordres à l'achat ou à la vente d'instruments financiers émanant des gestionnaires d'actifs du FRR. Les missions prises en charge visent à reconfigurer les portefeuilles selon les souhaits exprimés par les gestionnaires d'actifs agissant pour le compte du FRR, auxquels ces portefeuilles sont ensuite transférés et à réduire l'ensemble des coûts qui sont traditionnellement observés lors de telles opérations.

À l'issue du processus des travaux de sélection, le Directoire du FRR a décidé de sélectionner les offres de 2 candidats.



POLITIQUE EN MATIÈRE DE DURABILITÉ

La prise en compte des critères de durabilité dans ses décisions de gestion est inscrite dans l'ADN du FRR. En effet, dès 2001, les textes fondateurs du FRR spécifient que « Le Directoire rend compte régulièrement au Conseil de surveillance et retrace notamment la manière dont les orientations générales de la politique de placement ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques ». Le Conseil de surveillance a requis un engagement fort du FRR dans le domaine de l'investissement responsable : en tant qu'investisseur public, instrument de solidarité entre les générations, le FRR se doit de montrer l'exemple en prenant en considération dans sa gestion les dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG).

Cette préoccupation se matérialise via une stratégie ISR et la volonté d'influer sur les entreprises dans lesquelles le FRR investit via de nombreuses actions d'engagement et l'adoption de lignes directrices de vote aux assemblées générales.

Stratégie ISR

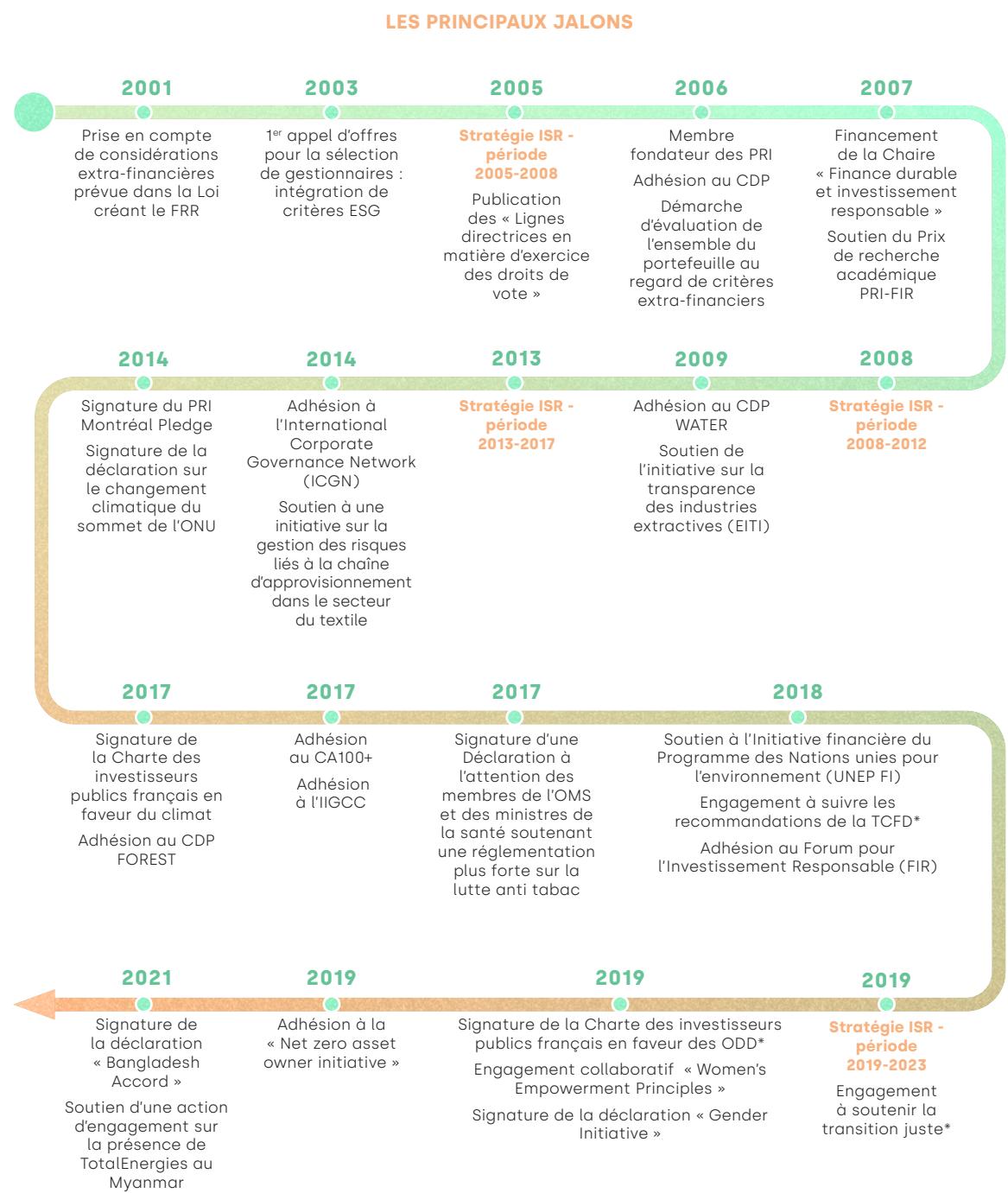
Pour mettre en œuvre son engagement d'investisseur responsable, le FRR a posé les premiers jalons à partir de 2003 puis l'a formalisé via des stratégies quinquennales caractérisées par des ambitions croissantes en matière de responsabilité et une volonté de progresser et d'accompagner les acteurs de son écosystème (sociétés de gestion, entreprises, fournisseurs d'indices, prestataires d'analyses extra-financières). Ces stratégies rassemblant les principes généraux, les objectifs concrets, les étapes et les moyens sont présentées par le Directoire au Conseil de surveillance qui les approuve après avoir recueilli l'avis du Comité de l'Investissement Responsable chargé de veiller à la mise

en œuvre des orientations définies par le Conseil pour prévenir et maîtriser les risques extra-financiers des portefeuilles du FRR.

Le FRR a ainsi mis en place progressivement les bases lui permettant de tenir compte, sur l'ensemble de son portefeuille, des critères de responsabilité Environnementale, Sociale et Gouvernementale dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des émetteurs dans lesquels ils investissent. Il a également mis en place une politique globale d'exercice de ses droits de vote.

Les 4 axes de la Stratégie ISR pour la période 2019-2023

1. Intégration des nouveaux référentiels (issus des meilleures pratiques et des évolutions réglementaires)
2. Extension de la dimension responsable des investissements
3. Accélération de la transition énergétique
4. Action sur l'écosystème de la gestion financière



* ODD : Objectifs du Développement Durable.

* TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) : groupe de travail sur la transparence financière des risques liés au climat.

Les engagements du FRR

L'un des principaux moyens dont disposent les investisseurs institutionnels pour agir en faveur du développement durable, est d'exercer leur pouvoir d'influence vis-à-vis des émetteurs qu'ils contribuent à financer mais également vis-à-vis de leur écosystème. Partant de ce constat, le FRR est impliqué depuis ses débuts dans de nombreuses actions d'engagement, tant à l'international qu'au niveau national. Il a été notamment fondateur de plusieurs d'entre elles, parmi les plus structurantes (PRI). De plus, le FRR a fait le choix de soutenir le dialogue avec les entreprises via des initiatives collaboratives, en collaboration avec ses gestionnaires de mandats et de fonds mais aussi, lorsque cela s'avère nécessaire, directement avec les entreprises.

Initiatives de portée globale



PRI – 2005

Le FRR fait partie des membres fondateurs des « Principes pour un Investissement Responsable » de l'ONU.

Les PRI reflètent les valeurs communes d'un groupe d'investisseurs caractérisés par un horizon d'investissement à long terme et des portefeuilles diversifiés, tels que les assureurs et réassureurs, les fonds de pension ou autres investisseurs institutionnels publics ou privés. Ils sont pleinement compatibles avec la stratégie du FRR en matière d'ISR.

Les PRI constituent un élément décisif dans l'essor de l'investissement responsable : fin 2021, les PRI comptaient plus de 3 800 signataires, représentant au total environ 110 000 milliards d'euros d'encours.

INITIATIVES DE PORTÉE GLOBALE



Charte des Investisseurs Publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable (ODD)

INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX



Net-Zero Asset Owner Alliance

Charte des investisseurs publics français en faveur du climat

INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX SOCIÉTAUX



Déclaration encourageant à signer les women's empowerment principles

Gender initiative

Charte des Investisseurs Publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable (ODD) - 2019

Les institutions et opérateurs financiers publics français dont le FRR fait partie, déjà engagés depuis décembre 2017 à mettre en œuvre six principes formulés dans la Charte des Investisseurs Publics en faveur du climat, s'engagent désormais à assurer la cohérence de leur démarche d'investisseur responsable et de leurs activités avec toutes les dimensions du développement durable (environnementale, sociale, de prospérité économique et de gouvernance), telles qu'exprimées par les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) adoptés pour l'horizon 2030 par les États-membres

Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) - 2018

Le Forum pour l'Investissement Responsable a été créé en 2001 à l'initiative de gestionnaires de fonds, de spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, de consultants, de syndicalistes, d'universitaires et de citoyens. Depuis, ils ont été rejoints par des investisseurs, dont le FRR en 2018.

Les objectifs du FIR sont de promouvoir l'Investissement Socialement Responsable (ISR), faire en sorte que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale, de développement durable.

Initiatives portant sur les enjeux environnementaux



CDP - 2006

Soutenu par le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), le CDP est l'une des plus importantes initiatives internationales dans le domaine de l'environnement et du changement climatique. Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des entreprises par rapport à l'environnement, leur consommation d'énergie et les effets du changement climatique, le FRR a apporté son soutien au CDP en 2006, puis au CDP WATER et CDP FOREST.

Le CDP est devenu un acteur incontournable en ce qui concerne la normalisation et la collecte d'informations environnementales auprès des entreprises. À fin 2021, il était soutenu par 680 investisseurs représentant 118 000 milliards d'euros d'actifs, et plus de 13 000 sociétés cotées internationales répondaient à leurs questionnaires sur le changement climatique, l'eau et la forêt.

Net-Zero Asset Owner Alliance - 2009

En novembre 2019, le FRR a rejoint la Net-Zero Asset Owner Alliance. Cette dernière regroupe 71 investisseurs mondiaux, représentant 9 400 milliards d'euros d'actifs, qui s'engagent à faire évoluer leurs portefeuilles d'investissement vers des émissions nettes de GES (Gaz à effet de serre) à l'horizon 2050 compatibles avec une élévation de température maximale de 1,5 °C au-dessus des températures pré-industrielles, en tenant compte des meilleures connaissances scientifiques disponibles, y compris les conclusions du GIEC (Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolu-

tion du climat). Les membres s'engagent aussi à rendre compte régulièrement des progrès accomplis, notamment en fixant des objectifs intermédiaires tous les cinq ans conformément à l'article 4.9 de l'Accord de Paris.

Afin de permettre aux membres de s'acquitter de leurs obligations fiduciaires, de gérer leurs risques et d'atteindre leurs objectifs de rendement, cet engagement doit être intégré dans une approche ESG holistique, intégrant, mais sans s'y limiter, le changement climatique.

Les membres doivent chercher à atteindre cet engagement, en particulier en plaident et en dialoguant avec les entreprises et l'industrie, ainsi qu'en cherchant à influencer les politiques publiques, pour une transition sobre en carbone en tenant compte des impacts sociaux associés.



CLIMATE ACTION 100+ - 2017

La Climate Action 100+ est la plus grande initiative collaborative d'engagement sur le changement climatique. À fin 2021, cette initiative était soutenue par plus de 615 signataires, représentant plus de 59 000 milliards d'euros d'encours.

Cette initiative est au cœur de l'action de lutte contre le changement climatique de la Net-Zero Asset Owner Alliance dont le FRR est membre. En effet, la Climate Action 100+ est une initiative menée par des investisseurs visant à mobiliser plus de 168 des plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde représentant 80 % des émissions industrielles qui sont critiques pour répondre aux objectifs de l'Accord de Paris afin qu'ils réduisent leurs émissions, développent les informations financières liées au climat et améliorent la gouvernance sur les risques climatiques.



Institutional investors group on climate change - IIGCC - 2015

L'IIGCC est un forum dédié aux investisseurs qui collaborent pour lutter contre le changement climatique. L'IIGCC offre à ses membres une plateforme collaborative d'engagement qui encourage les politiques publiques, les pratiques d'investissement et les comportements des entreprises à prendre en compte les risques de long terme ainsi que les opportunités associées au changement climatique.

À fin 2021, cette initiative a été soutenue par plus de 370 investisseurs, représentant 45 000 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

Charte des investisseurs publics français en faveur du climat - 2017

Le FRR a signé cette charte en décembre 2017. En effet, l'ensemble des institutions et opérateurs financiers publics français ont décidé de mettre en œuvre une approche visant à assurer la cohérence de leurs activités avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Pour mémoire, le FRR a également soutenu, au fil des ans, de nombreuses autres initiatives en faveur du climat, notamment :

- 2014 : Signature du PRI Montréal Pledge, Soutien à la Portfolio de carbonization Coalition, Signature de la déclaration sur le changement climatique dans le cadre du sommet sur le climat de l'ONU
- 2015 : Soutien à l'initiative ACT – ASSESSING LOW-CARBON TRANSITION
- 2017 : Déclaration aux gouvernements du G7 sur le Changement Climatique.

Initiatives portant sur les enjeux sociétaux

Déclaration encourageant à signer les women's empowerment principles - 2019

Le FRR est convaincu que la diversité constitue un facteur déterminant de la performance opérationnelle et financière des entreprises. Le 17 septembre 2019, avec le soutien d'ONU Femmes, il a participé à une déclaration commune pour promouvoir l'égalité femmes hommes dans les entreprises. Cette initiative vise à regrouper de nombreux investisseurs pour appeler un large panel d'entreprises cotées dans le monde, à plus de transparence sur ce sujet et à les inciter à signer les Women's Empowerment Principles. Il s'agit d'un socle de 7 principes, fruit d'une alliance entre ONU Femmes et UN Global Compact, auxquels les entreprises peuvent adhérer pour promouvoir l'égalité femme-homme dans leur environnement professionnel.

Gender initiative - 2019

Le 7 novembre 2019, le FRR a signé la Gender initiative. Cette déclaration, coordonnée par Mirova et co-signée par 66 investisseurs représentant un total de 4 000 milliards d'euros d'encours sous gestion, est soutenue par ONU Femmes et le Pacte Mondial des Nations Unies et vise à promouvoir l'égalité femmes-hommes dans les entreprises.

Initiatives portant sur les enjeux de gouvernance



International corporate governance network (ICGN) - 2014

L'ICGN est une organisation internationale de professionnels de la gouvernance dont le but est d'inspirer et de promouvoir des standards internationaux de gouvernance d'entreprise. Ces améliorations contribuent à une performance plus durable des sociétés et à les rendre plus transparentes.

Dans cette perspective, l'ICGN comporte différents comités qui réfléchissent à l'établissement de meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. Représenté pendant 6 ans au sein du Conseil d'administration de l'ICGN, le FRR s'est impliqué dans la définition de règles de bonne gouvernance dont la mise en application est manifeste dans les marchés concernés par les appels d'offres.



Extractive Industries Transparency Initiative (EITI) - 2009

Cette initiative vise à renforcer la transparence et la responsabilité des acteurs dans le secteur des industries extractives grâce à la vérification et à la publication complète des paiements effectués par les entreprises et des revenus perçus par les gouvernements dans le cadre de l'exploitation des richesses minières, pétrolières et gazières. En soutenant l'EITI, le FRR invite l'ensemble des entreprises des secteurs concernés directement ou indirectement dont il est actionnaire à y participer, et incite celles qui se sont déjà engagées à soutenir l'initiative à tenir un rôle actif dans sa mise en œuvre.

Les lignes directrices de vote

La démarche d'investisseur responsable du FRR passe par un positionnement actionnarial lors de chaque assemblée générale. Face au caractère global et international des investissements réalisés par le FRR, les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote intègrent trois dimensions :

- L'intérêt pour le FRR de participer activement à l'amélioration de la gouvernance des entreprises dans lesquelles il investit. Cette dimension cherche, en effet, à promouvoir la clarté et l'équilibre des pouvoirs des instances dirigeantes ainsi que la qualité des informations fournies aux actionnaires, le respect de leurs droits et de l'intégrité de leurs votes. Elle est, en conséquence, l'un des éléments qui contribue fortement à la pérennité de la communauté des entreprises, à la continuité de la stra-

tégie qu'elles conduisent, à la manière dont elles exercent leurs responsabilités vis-à-vis de l'ensemble de leurs parties prenantes. Tous ces éléments contribuent directement à leur bonne valorisation dans l'avenir.

- Le fait que le FRR soit un investisseur de long terme. Il a choisi de privilégier dans la structure de portefeuille et ses mandats de gestion correspondant à la stratégie d'allocation d'actifs décidée par le Conseil de surveillance, une approche active reposant sur une analyse des perspectives fondamentales de valorisation des titres en capital et de dette émis par les différentes catégories d'émetteurs. Il est donc logique que cet horizon soit aussi pris en compte par les gestionnaires dans l'application qu'ils feront au cas par cas des orientations contenues dans les principes d'exercice des droits de vote, en particulier, quand il s'agira d'apprécier la pertinence d'opérations financières touchant le capital des entreprises.
- Enfin, les efforts d'amélioration de la gouvernance des entreprises, qu'ils proviennent de ces dernières, des législateurs ou des régulateurs, se sont accusés ces dernières années. Il est nécessaire qu'ils se poursuivent. L'exercice actif des droits de vote du FRR doit, cependant, prendre en compte de manière pragmatique les conditions concrètes existantes sur chaque marché, notamment en fonction de la capitalisation des émetteurs, et des différences significatives qui peuvent exister en matière de droit des sociétés et au niveau des pratiques de gouvernance d'entreprise des pays concernés.

Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés par les gestionnaires d'actifs qu'il a sélectionnés, et ce dans les seuls intérêts du Fonds.

Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote intègrent l'ensemble de ces éléments et doivent par conséquent être suffisamment larges pour prendre en compte les particularismes nationaux (en France et à l'international). L'objectif du FRR est ainsi de capitaliser sur la connaissance des gestionnaires et leur aptitude à capter les usages en vigueur sur les différentes places financières. Les gestionnaires pourront aussi se référer à ces usages s'agissant de sujets qui ne sont pas couverts par les lignes directrices du FRR.

Intégration des nouveaux référentiels

Le FRR, va publier au titre de l'exercice 2021, son premier Rapport de Durabilité en application de l'article 29 de la Loi énergie climat (LEC) du 8 novembre 2019. Il s'agit d'une démarche volontaire, car le FRR n'est pas soumis à l'obligation d'une telle publication. Ce rapport vient se substituer au dispositif français prévu précédemment par l'article 173 de la Loi sur la Transition Énergétique. Cet article 29 intègre les évolutions réglementaires et l'expérience issue des meilleures pratiques de place :

- Règlement Européen Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), dont notamment l'intégration d'une logique de double matérialité Risques potentiels des critères ESG sur les investissements / Principaux Impacts Négatifs des investissements sur les facteurs de durabilité (Principle Adverse Impact – PAI);
- Règlement européen Taxonomie des activités durables, qui entrera en vigueur à compter de l'exercice 2022;
- recommandations de la TCFD.

L'article 29 LEC comporte également quelques dispositions spécifiques à la France :

- précisions sur l'intégration des facteurs ESG dans les dispositifs de gestion des risques, avec un focus sur les risques liés au climat et à la biodiversité;
- publication de stratégies d'alignement sur les objectifs de température de l'Accord de Paris, ainsi que sur les objectifs internationaux de long-terme sur la préservation de la biodiversité;
- évolution du principe « comply or explain » vers une exigence d'un plan d'amélioration continue avec fixation d'objectifs et mesures correctives.

Accélération de la transition énergétique

Tout en conservant un niveau de vigilance indispensable sur l'ensemble des autres enjeux ESG, répondre à l'urgence climatique fait partie des priorités du FRR. L'adhésion à la Net Zero Asset Owners Alliance engage le FRR sur la voie d'un alignement avec l'accord de Paris, en utilisant trois leviers :

- adopter des objectifs ambitieux de réduction des émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles ;
- mener des actions d'engagement afin d'inciter les entreprises à adopter des stratégies d'alignement avec l'accord de Paris, via ses gestionnaires mais aussi via des initiatives collaboratives comme la Climate 100+ ;
- contribuer au financement de la transition énergétique, en continuant d'apporter une contribution de long terme à la création d'une économie nette zéro par le « financement de la transition ».

Réduction des émissions

Dans le cadre de son adhésion à la Net Zero Asset Owners Alliance, le FRR a adopté de nouveaux objectifs de réduction des émissions des portefeuilles. Pour parvenir à une trajectoire de limitation du réchauffement climatique à 1,5 °C, l'Alliance a identifié une fourchette d'objectifs de réduction des émissions au niveau des classes d'actifs comprise entre -16 % et -29 % d'ici 2025.

Début 2021, le FRR a finalisé les études nécessaires à la fixation de ses objectifs qu'il a rendu publics le 30 septembre 2021. Il s'agit de la poursuite d'une démarche entamée de longue date qui a déjà permis de diminuer les émissions de 40 % entre 2013 et 2019.

Le FRR a décidé de poursuivre ses ambitions et de se fixer pour objectif une baisse supplémentaire de 20 % à l'horizon de 2025 par rapport à 2019 des émissions de ses portefeuilles actions des pays développés et obligations d'entreprises.

L'objectif assigné est en absolu et non en relatif aux indices, il s'agit donc bien d'une réduction significative à laquelle le FRR se félicite de contribuer.

Dans le cadre de la Net Zero Asset Owners Alliance, ces objectifs seront revus par périodes de cinq ans.

Accord de Paris

Lors de la COP21 à Paris, le 12 décembre 2015, les Parties à la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (CCNUCC) sont parvenues à un accord historique pour lutter contre le changement climatique et pour accélérer et intensifier les actions et les investissements nécessaires à un avenir durable à faible intensité de carbone. L'Accord de Paris s'appuie sur la Convention et, pour la première fois, rassemble toutes les nations autour d'une cause commune pour entreprendre des efforts ambitieux afin de combattre le changement climatique et de s'adapter à ses conséquences, avec un soutien accru pour aider les pays en développement à le faire. En tant que tel, il trace une nouvelle voie dans l'effort mondial en matière de climat.

L'objectif central de l'Accord de Paris est de renforcer la réponse mondiale à la menace du changement climatique en maintenant l'augmentation de la température mondiale à un niveau bien inférieur à 2°C par rapport aux niveaux préindustriels et de poursuivre les efforts pour limiter encore davantage l'augmentation de la température à 1,5 °C. En outre, l'accord vise à accroître la capacité des pays à faire face aux impacts du changement climatique et à rendre les flux financiers compatibles avec un faible niveau d'émissions de GES et une voie résiliente au climat. Pour atteindre ces objectifs ambitieux, une mobilisation et une affectation appropriées de ressources financières, un nouveau cadre technologique et un renforcement des capacités doivent être mis en place, appuyant ainsi l'action des pays en développement et des pays les plus vulnérables, conformément à leurs propres objectifs nationaux.

Lancement d'appels d'offres comportant des objectifs de décarbonation sur les mandats crédit

En 2020, le FRR a lancé un appel d'offres de gestion active responsable en obligations d'entreprises émises en euro. Le libellé du marché a fait apparaître pour la première fois le terme de « gestion responsable » pour une gestion obligataire. Cela soulignait l'engagement du FRR à intégrer, et ce quelle que soit la classe d'actifs, une dimension responsable dans la gestion. De plus, le FRR a explicitement énoncé dans cet appel d'offres que les candidats sélectionnés devront entre autres prendre en compte dans leur gestion les enjeux du changement climatique dont notamment la réduction des émissions de CO₂, la contribution à la transition écologique et énergétique et l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 1,5 °C. Cet appel d'offres a conduit à la sélection de 10 gérants qui ont débuté la gestion de leur porte-

feuille en octobre 2021 avec un objectif de réduction de 30 % des émissions à horizon 2024. L'ensemble des portefeuilles crédit EUR présente d'ores et déjà une réduction des émissions de CO₂ par rapport au niveau de départ et qui est en ligne avec la trajectoire de réduction à laquelle s'est engagée le FRR auprès de la NZAOA. Au 31 décembre 2021, la réduction des émissions carbone sur la poche HY EUR est de -28 % par rapport au niveau de l'indice lors de l'activation des mandats, et de -41 % sur la poche obligataire de qualité en euros.

Scope 1,2 et 3 : Définitions de l'ADEME

- Émissions directes de GES (ou SCOPE 1) : Émissions directes provenant des installations fixes ou mobiles situées à l'intérieur du périmètre organisationnel, c'est-à-dire les émissions provenant des sources détenues ou contrôlées par l'organisme comme par exemple : combustion des sources fixes et mobiles, procédés industriels hors combustion, émissions des ruminants, biogaz des centres d'enfouissements techniques, fuites de fluides frigorigènes, fertilisation azotée, biomasses...
- Émissions à énergie indirectes (ou SCOPE 2) : Émissions indirectes associées à la production d'électricité, de chaleur ou de vapeur importée pour les activités de l'organisation.
- Autres émissions indirectes (ou SCOPE 3) : Les autres émissions indirectement produites par les activités de l'organisation qui ne sont pas comptabilisées au SCOPE 2 mais qui sont liées à la chaîne de valeur complète comme par exemple : l'achat de matières premières, de services ou autres produits, déplacements des salariés, transport amont et aval des marchandises, gestions des déchets générés par les activités de l'organisme, utilisation et fin de vie des produits et services vendus, immobilisation des biens et équipements de production...

Exclusion des sociétés les plus polluantes

Au-delà du dialogue avec les entreprises, et du financement d'activités agissant en faveur de la transition énergétique, le FRR a décidé depuis 2017 d'exclure des portefeuilles les sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité, de chaleur ou de vapeur à partir du charbon dépassait un seuil fixé dans un premier temps à 20 % de leur chiffre d'affaires.

En 2018, le FRR a fait le choix de s'engager encore plus dans une économie à faible intensité carbone en abaissant ce seuil à 10 % de leur chiffre d'affaires.

PRINCIPAUX INDICATEURS DU RAPPORT CLIMATIQUE¹

En 2007, le FRR a calculé, pour la première fois, l'empreinte environnementale de son portefeuille. Depuis, en ligne avec sa stratégie d'investissement responsable, des engagements pris et des efforts de décarbonation réalisés sur une partie de ses portefeuilles, le FRR mesure, tous les ans, l'empreinte carbone de ses mandats et de ses fonds.

L'étude, réalisée par S&P Trucost, couvre les émissions générées par les opérations des entreprises, leurs fournisseurs directs. Les émissions carbone sont estimées en intensité moyenne pondérée (ou WACI – Weight Average Carbon Intensity) et exprimées en tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires, qui est la méthode préconisée dans les recommandations de la TCFD et les travaux de la Net Zero Asset Owner Alliance.

Empreinte Carbone du Portefeuille Actions

Le graphique, ci-dessous, décrit l'évolution de l'empreinte carbone du portefeuille Global Actions en tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires.

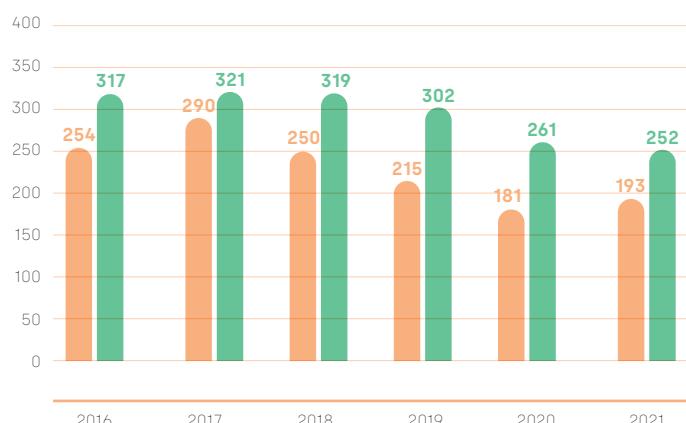
Fin 2021, la moyenne pondérée des intensités carbone (méthode WACI) des entreprises dans le portefeuille Actions monde du FRR s'élevait à 193 tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle était inférieure de 23 % à celle de l'indice de référence du FRR. De 2016 à 2021, l'empreinte carbone de l'indice représentatif du portefeuille du FRR a diminué de 20 % tandis que celle du portefeuille FRR a diminué de 18 % (soit environ 4 % par an).

On observe que le portefeuille Global Actions du FRR émet moins que son indice de référence et que le rythme de décarbonation varie autour de 4 % par an en moyenne, ce qui est cohérent avec le rythme de décarbonation du GIEC dans un scénario 2°C mais en retard pour atteindre l'objectif de 1.5 °C.

Le tableau, ci-après, compare la décarbonation totale des portefeuilles FRR entre 2016 et 2021. On observe une forte tendance de décarbonation du portefeuille Actions Développées par rapport au portefeuille Actions Émergentes dont les émissions ont même augmenté au cours de la période. Le portefeuille Actions monde tient sa décarbonation des investissements gérés en mandats dont le FRR maîtrise les processus d'investissement.

INTENSITÉ CARBONE WACI (teqCO₂/M€ CA) ÉMISSIONS DIRECTES ET FOURNISSEURS DIRECTS

– Source : S&P Trucost



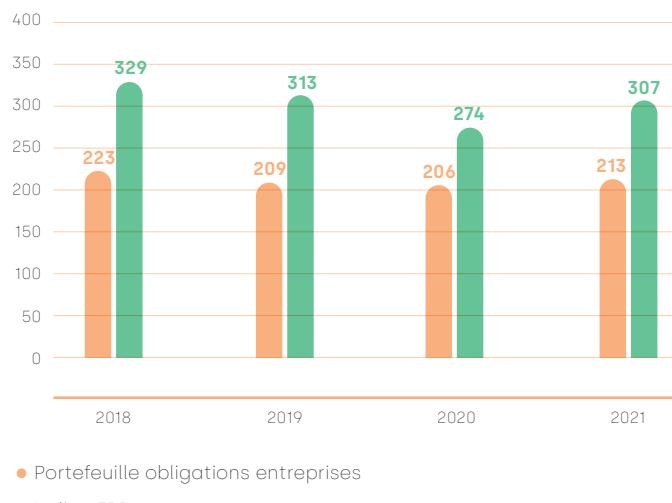
● Portefeuille Actions monde
● Indice monde

1. Source : Trucost

Portefeuille/Indice	Baisse en Intensité (méthode C/R) 2016-2021
Portefeuille Global Actions	-21 %
Indice Actions Composite	-7 %
Portefeuille Actions Marchés Développés	-23 %
Indice Actions Marchés Développés FRR	-11 %
Portefeuille Actions pays émergents	8 %
Indice Actions Marchés Émergents FRR	26 %

INTENSITÉ CARBONE WACI (teqCO₂/M€ CA) ÉMISSIONS DIRECTES ET FOURNISSEURS DIRECTS

– Source : S&P Trucost



● Portefeuille obligations entreprises

● Indice FRR

Empreinte Carbone du Portefeuille Obligations d'entreprises

Le graphique, ci-contre, décrit l'évolution de l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises en tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires.

Fin 2021, l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises du FRR s'élève à 213 tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 31 % à celle de l'indice de référence. De 2018 à 2021, l'empreinte carbone de l'indice de référence a baissé de 6,7 % tandis que celle du portefeuille a baissé de 4,5 %.

Empreinte Carbone du Portefeuille Obligations d'État

La méthodologie d'analyse de l'empreinte carbone d'un portefeuille de S&P Trucost, pour les actifs souverains, mesure l'exposition aux gaz à effet de serre des actifs souverains sur la base des émissions totales de gaz à effet de serre par pays, reflétant ainsi le rôle spécifique du secteur public en tant que fournisseur de services clés pour l'économie et de législateur influant sur les empreintes carbone. Le périmètre pris en compte est celui :

- des émissions domestiques : les émissions générées par les biens et services produits et consommés sur un territoire donné ;
- des importations directes : les émissions générées par les biens et services directement importés par un pays ;
- des exportations directes : les émissions générées par les biens et services produits dans un pays et exportés vers une économie étrangère.

Le graphique ci-après correspond à la moyenne pondérée des intensités carbone du portefeuille et de son indice : cet indicateur quantifie l'intensité moyenne du portefeuille en fonction de la pondération

de chaque pays au sein de celui-ci. Il s'agit d'une mesure de l'allocation du portefeuille à des économies plus ou moins carbonées. La différence de niveau d'intensité carbone du portefeuille par rapport à celui de l'indice de référence s'explique par la surpondération des pays émergents dans le portefeuille du FRR (37 % pour le portefeuille contre 34 % pour l'indice). Cela est la résultante de décisions d'allocation d'actifs au sein de la poche de couverture.

Bilan des actions d'engagement réalisées en 2021 sur la thématique « climat »

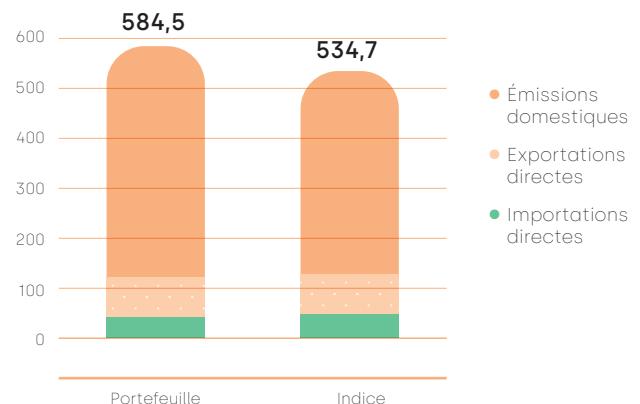
2021 a été une année de croissance, d'impact et d'influence pour la Climate Action 100+, la plus grande initiative d'engagement d'investisseurs sur le changement climatique. Avec l'arrivée de 70 nouveaux investisseurs en 2021, la Climate Action 100+ compte désormais plus de 615 signataires représentant 65 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion.

Ces investisseurs dialoguent avec 167 des plus grands émetteurs privés cotés au monde et stimulent l'action climatique des entreprises conformément à l'objectif mondial d'atteindre des émissions nettes nulles d'ici 2050 ou avant.

La force de la Climate Action 100+ est l'accent mondial mis sur les résultats et l'esprit de partenariat entre les investisseurs et les entreprises. Par ailleurs, il y a eu une augmentation notable de l'appétit des investisseurs pour l'action climatique en Asie l'année dernière, élargissant ainsi l'impact et l'influence de l'initiative dans cette région du monde.

L'engagement des investisseurs par le biais de l'initiative a abouti à des ambitions climatiques accrues de la part des entreprises ciblées. Il s'appuie sur une évaluation qui est réalisée chaque année, basée sur dix indicateurs regroupés dans le Net-Zero Company Benchmark. Ces indicateurs portent notamment sur l'ambition « Net Zero » de l'entreprise, ses objectifs

INTENSITÉ CARBONE WACI (teqCO₂/M€ PIB)



de réduction d'émissions à court, moyen et long terme, la stratégie de décarbonation et les investissements qui y sont affectés, la gouvernance des questions climatiques, la transition juste et le suivi des recommandations de la TCFD.

Le rapport 2021 du Net-Zero Company Benchmark, a mis en lumière que 83 entreprises ciblées (soit 52 %) se sont fixées des objectifs de neutralité nette pour 2050 ou avant, contre seulement 5 en 2018, après le lancement de l'initiative. Pour démontrer l'ampleur de l'impact, on estime que ces objectifs net zéro réduiront les émissions de gaz à effet de serre (GES) de 9,8 milliards de tonnes par an d'ici 2050, soit à peu près l'équivalent des émissions annuelles de la Chine.

Tout au long de l'année, les investisseurs de l'initiative ont dialogué avec les entreprises pour qu'elles se fixent des objectifs d'émissions à court, moyen et long terme, qu'elles divulguent leurs actions de lobbying ainsi que les compétences en matière climatique de leur conseil d'administration. Les progrès réalisés par les investisseurs grâce à la Climate Action 100+ sont emblématiques de la façon dont les temps ont changé et renforcent le sérieux avec lequel les grands investisseurs font face au changement climatique en tant que risque financier.

L'initiative a trouvé un écho dans les médias financiers du monde entier, dont le Financial Times, Reuters, Bloomberg, Wall Street Journal, Forbes et le Sydney Morning Herald, qui ont couvert les principales réalisations de l'initiative. La Climate 100+ est régulièrement citée dans les articles pour démontrer le pouvoir de la collaboration, de l'engagement et comment cela entraîne effectivement des changements sans précédent dans certaines des plus grandes entreprises émettrices.

La Climate Action 100+ est coordonnée par ses cinq réseaux d'investisseurs fondateurs : AIGCC, Ceres, IGCC, IIGCC et PRI. Elle est dirigée par le comité directeur mondial de la Climate Action 100+, qui comprend cinq représentants des investisseurs et les responsables des réseaux d'investisseurs. La stratégie est déployée par le personnel du réseau des investisseurs qui accompagne les investisseurs dans leurs actions d'engagement avec des entreprises cibles.

Poursuite du financement de la transition énergétique

En 2021 le FRR a poursuivi le développement de ses investissements en faveur de la transition énergétique :

- **Investissement dans les stratégies de réplication actions ESG**

Depuis plusieurs années, le FRR investit dans des stratégies de réplication actions qui intègrent des objectifs de décarbonation mais visent aussi à favoriser les entreprises contribuant positivement à la transition énergétique. Cela se matérialise dans les portefeuilles actuels par des objectifs chiffrés par rapport aux indices de référence d'augmentation de la part technologies vertes des portefeuilles ou de surpondération des entreprises ayant une part significative de leur activité provenant de l'énergie renouvelable dans une poche actions qui représente 3,4Md€ à fin décembre 2021. À cette date, la part technologies vertes du portefeuille est de

8 % contre 5,3 % pour l'indice de référence de la poche, soit une augmentation de 50 %. De plus, les entreprises ayant une part significative de leur activité provenant de l'énergie renouvelable sont surpondérées de près de 60 % dans les portefeuilles. À cela peuvent s'ajouter d'autres objectifs qui visent à améliorer les scores concernant le changement climatique ou la surexploitation des ressources des portefeuilles vis-à-vis des indices de référence.

- **Lancement d'un appel d'offres cohérent avec l'Accord de Paris**

En 2021, le FRR a lancé un nouvel appel d'offres afin de remplacer les actuelles stratégies de réplication actions ESG. Avec ce nouvel appel d'offres, le FRR a souhaité être bien plus ambitieux sur le climat afin d'aligner ces stratégies avec les multiples engagements pris sur la thématique. Ce nouvel appel d'offres avait pour objectif la sélection de stratégies actions cohérentes avec l'Accord de Paris.

Ce renforcement de l'aspect climat des stratégies a demandé d'intégrer de nouveaux objectifs sans pour autant délaisser ceux qui avaient été développés dans l'appel d'offres précédent. Ainsi, cet appel d'offres fixe des objectifs de réduction des émissions carbone, de surpondération de la part verte, d'amélioration de la notation ESG ainsi que des objectifs de d'augmentation des émissions évitées, de réduction des risques physiques et de transition ou encore la surpondération des entreprises présentant des trajectoires qui tendent vers un scénario 1,5 °C.

Afin d'intégrer ces nouveaux objectifs, il est nécessaire de développer de nouveaux critères d'optimisation tels que l'intégration du scope 3 afin d'avoir une meilleure compréhension des émissions carbone d'une entreprise et donc de son impact sur son environnement, le développement de méthodologies de calcul des émissions évitées pour estimer l'apport positif d'une entreprise dans la réduction des émissions carbone de la société dans

son ensemble ou encore la création de méthodologies de calcul d'une température de portefeuille et donc des entreprises qui le composent. Ce travail requiert des sociétés de gestion de collaborer avec des groupes de recherche et des fournisseurs de données extra-financières dans le but de faire progresser l'ensemble des parties prenantes sur le sujet.

L'appel d'offres a abouti à la sélection de 3 prestataires de gestion qui ont démontré une forte expertise dans la réplication d'indices et l'intégration de critères extra-financiers, dont des critères climat, et une volonté de continuer de faire évoluer la thématique climat en travaillant en externe avec des prestataires de données et des groupes de travail. En interne, des équipes de recherche dédiées se sont attachées à développer de nouveaux critères ESG.

- **Obligations vertes**

Le financement de la transition énergétique par le FRR se matérialise également par des investissements en obligations vertes (« Green Bonds ») dans les mandats dédiés de Crédit Investment Grade et High Yield Euro et Investment Grade américain.

Au 31 décembre 2021, les Green Bonds représentent un volume de 564 M€ soit un équivalent de 2,16 % des encours globaux du FRR et 6,21 % des encours de mandats dédiés au crédit.

Plus précisément, les mandats de gestion du Crédit Investment Grade Euro comptent 8,9 % de leurs encours dans cette catégorie d'obligations contre 7,2 % en 2020 et 8,8 % dans leur indice de référence. Ce poids est de 3,3 % pour les mandats de Crédit Investment Grade américain autant que l'année précédente alors que l'indice de référence en comporte uniquement 1,9 %. Enfin, les nouveaux mandats High Yield Euro détiennent 5,4 % d'obligations vertes contre 5,2 % pour leur indice.

Les obligations vertes du portefeuille du FRR financent principalement des projets en lien avec les bâtiments verts et les énergies renouvelables.

- **Investissement en infrastructures contribuant à la transition énergétique**

Au cours de l'année 2021, un nouveau fonds de financement d'infrastructures a fait l'objet d'une sélection pour un engagement de 30 M€. Il s'agit du second millésime d'une société de gestion avec laquelle le FRR était déjà partenaire sur cette catégorie d'actifs.

Les engagements du FRR sur des fonds non cotés spécialisés dans les infrastructures portent sur 484,5 M€, déployés dorénavant sur 9 fonds.

Les appels de fonds se sont élevés à 172,8 M€ et certains fonds ont procédé à des distributions pour un total de 47,4 M€ et des coupons pour 12,6 M€.

La majorité des investissements de ces fonds porte sur des projets liés à la Transition Écologique et Énergétique parmi lesquels les secteurs les plus représentés sont les énergies renouvelables, la méthanisation, l'hydrogène, l'hydroélectricité, la biomasse et le biogaz.

Le solde des projets concerne des secteurs de grande utilité sociale tels que les Télécommunications (plus précisément la fibre optique, permettant un accès pour tous aux données numériques) et les infrastructures sociales (hôpitaux et universités).

La part des actifs localisés en France et des financements directs d'acteurs français du développement d'infrastructures est proche de 50 % de ces investissements.



Bornes de recharges électriques ultra rapides

Dans le cadre de ses engagements dans le financement d'infrastructures contribuant à la transition énergétique, le FRR participe au financement en fonds propres de la société française NW Groupe depuis novembre 2020 dans le cadre de son investissement dans le fonds géré par Rgreen Invest, Infragreen IV.

Le FRR a investi 80 M€ dans le fonds INFRAGREENIV. Celui-ci a pris un engagement sous la forme de fonds propres à hauteur de 33,75 M€ en novembre 2020 dans NW GROUPE.

Ce partenaire est spécialisé dans le secteur des énergies renouvelables par le développement et la construction de projets de production d'énergie renouvelable. Le groupe a développé plus de 100 MW de centrales photovoltaïques et éoliennes, dont 45 MW avec stockage.

Sa seconde spécialité est l'élaboration et l'exploitation de solutions innovantes de stockage d'électricité, dont la JBox, pour répondre aux enjeux de durabilité énergétique et aux besoins du réseau au travers de sa filiale NW Joules.

NW Groupe a sollicité RGREEN INVEST pour accélérer le déploiement à grande échelle de sa solution de stockage innovante la « JBox » qui se présente sous la forme d'un container « Plug & Play » intégrant un système de stockage, de l'électronique de puissance et un point de livraison (« PDL ») d'une puissance unitaire d'environ 1,25 MW,

dont l'objet est de fournir différents types de services combinés au titre des services systèmes, de la flexibilité des réseaux électriques et de la recharge rapide de véhicules électriques, ayant vocation à être pilotés à distance.

À l'aube des décisions de la Commission Européenne de la fin des moteurs thermiques d'ici 2035 et l'accélération déjà entamée des ventes de véhicules hybrides et électriques, cette solution intégrée de stockage et de recharge ultra rapide est une réponse innovante et incontournable à ces évolutions.

Le FRR, en qualité d'investisseur de poids dans ce fonds dédié à la transition énergétique, a été convié le 22 octobre 2021 à l'inauguration de la première station de recharge ultra-rapide (IECharge) couplée à une unité de stockage (JBox) qui permettra d'ici 2023 le déploiement d'un réseau de 600 bornes de recharge électrique sur le territoire national.

Les points de recharge haute puissance permettent de charger jusqu'à 300 kilomètres d'autonomie en dix minutes, sachant que 21 heures sont requises sur une prise domestique à 3,7 kW.

Ce lancement a eu lieu à Vezin le Coquet en Ille-et-Vilaine, dans une zone rurale matérialisant les besoins d'un maillage sur tout le territoire de solutions de recharge. Cette inauguration, outre le dirigeant de la société NW Groupe, les partenaires financiers et les élus locaux, a rassemblé Barbara Pompili, Ministre de la Transition Écologique, Jean-Baptiste Djebbari, Ministre délégué auprès de la Ministre de la Transition Écologique, en charge des transports, et Jean-Louis Borloo, Président de la Fondation Energies pour le Monde, avec le témoignage de Bertrand Piccard à la tête de la Fondation Solar Impulse qui a proclamé cette innovation comme la 1001^e solution propre et rentable à la crise environnementale.

Hydrogène Vert Le rôle de l'hydrogène dans la transition énergétique

Pour atteindre les objectifs de la transition énergétique, la France s'intéresse aujourd'hui à la production et à l'utilisation de l'hydrogène bas-carbone et renouvelable. Utilisé à ce jour essentiellement dans la chimie ou le raffinage, ce vecteur d'énergie pourrait contribuer à décarboner certains secteurs industriels, assurer le stockage de l'électricité ou alimenter le secteur des transports. Le déploiement des technologies hydrogène attend cependant de lever un certain nombre de verrous.

Actuellement, l'hydrogène a deux utilisations principales : d'une part, il sert de matière de base pour la production d'ammoniac (engrais) et de méthanol ; d'autre part, il est utilisé comme réactif dans les procédés de raffinage des bruts en produits pétroliers, carburants et biocarburants.

Les usages qu'il est possible d'en faire sont néanmoins nombreux, et l'hydrogène est prometteur pour décarboner un certain nombre de secteurs et accompagner la transition énergétique.

En effet, le stockage d'énergie sous forme d'hydrogène permet de pallier l'intermittence des énergies renouvelables (éolien et solaire) en optimisant la capacité de production électrique.

Dans le cadre du développement d'un mix électrique renouvelable, l'électrolyse permet, quand le réseau est excédentaire (c'est-à-dire quand la production d'électricité est supérieure à sa consommation), de stocker de l'hydrogène sur un temps court ou long selon les besoins.

L'hydrogène disponible peut être réutilisé dans une pile à combustible pour fabriquer de l'électricité ou être injecté directement dans les réseaux de gaz.



SWEN Capital Partners, gère pour le FRR le fonds SWEN Impact Fund for Transition (SWIFT) en actifs non cotés. SWIFT est le premier fonds d'infrastructures européen dédié aux gaz renouvelables. Il investit en direct dans la méthanisation, l'hydrogène renouvelable, ainsi que les infrastructures d'avitaillage en gaz et GNL pour le secteur des transports maritimes et terrestres.

Le FRR a investi 34,5 M€ dans le fonds SWIFT qui a pris un engagement sous la forme d'obligations convertibles de 24,99 M€ en juillet 2021 dans LHYFE.

Créée en 2017 à Nantes, Lhyfe est producteur et fournisseur d'hydrogène vert et renouvelable pour la mobilité et l'industrie. Ses sites de production permettent d'accéder à l'hydrogène renouvelable en quantités industrielles, et d'entrer dans un modèle énergétique vertueux. Lhyfe a réuni 70 M€ de financement entre 2019 et 2021.

Lhyfe a inauguré le 1^{er} octobre à Bouin (Vendée), le 1^{er} site au monde de production industrielle d'hydrogène renouvelable à partir d'éoliennes et d'eau de mer. Une inauguration accompagnée d'une levée de 50 M€ auprès de la Banque des Territoires, de **Swen Capital Partners (gestionnaire du FRR)**, et de ses partenaires historiques².

Ce site Vendée est le premier au monde à produire de l'hydrogène renouvelable à partir d'énergie éolienne à échelle industrielle. Lhyfe compte déjà une soixantaine de projets dans toute l'Europe.

Le site de production de Bouin : une prouesse technique et une première mondiale

Sur le Port-du-Bec en Vendée, à quelques mètres de l'Océan, Lhyfe produit désormais en quantité industrielle (jusqu'à 1 tonne/jour, aujourd'hui 300 kg) le 1^{er} hydrogène renouvelable au monde fabriqué par un électrolyseur alimenté directement par des éoliennes : une prouesse technique.

Cet hydrogène alimentera 4 stations-service, dont celle de La Roche-sur-Yon. Une cinquantaine de véhicules lourds pourront rouler à l'hydrogène renouvelable en Loire-Atlantique, Sarthe, et Vendée d'abord, puis dans d'autres départements français, notamment grâce au projet Vallée Hydrogène Grand Ouest (VHyGO).

Au-delà des collectivités, l'hydrogène produit par Lhyfe est aussi une véritable opportunité de décarbonation que saisissent d'autres acteurs. En effet, les premiers kg d'hydrogène produits serviront à faire circuler :

- des bus, des bennes à ordures ménagères et des camions pompiers à La Roche sur Yon, en Vendée;
- des chariots éléveurs dans le dépôt logistique de Lidl, à proximité de Nantes;
- Des bus et des véhicules utilitaires au Mans;
- des engins lourds de construction dans le port de la Turballe.

Cette deuxième levée de fonds de 50 M€ permettra notamment à Lhyfe de renforcer, à hauteur de 30 M€, ses équipes de déploiement et de R&D, en France et à l'international.

Lhyfe compte 60 salariés et va plus que doubler ses effectifs courant 2022. 20 M€ seront affectés au financement des projets de la société, 60 dans toute l'Europe.

La levée de fonds s'accompagne d'un partenariat qui prévoit de financer tous les sites développés en France, dont ceux du projet VHyGO (incluant Lorient, Brest et Dieppe).

Le partenariat avec **SWEN Capital Partners** permettra un déploiement à l'international : après les premiers projets internationaux révélés au printemps dernier au Danemark (GreenLab, parc industriel de 600 000 m²), et un projet plus récemment divulgué au Portugal, suivront des annonces, notamment en Italie, en Allemagne et au Royaume-Uni.

Lhyfe a précédemment bénéficié via Bpifrance d'une subvention du Programme d'investissements d'avenir (PIA) pour son étude de faisabilité, puis du soutien du Plan DeepTech et de l'assurance export.

« Oui, mes amis, je crois que l'eau sera un jour employée comme combustible, que l'hydrogène et l'oxygène, qui la constituent, utilisés isolément ou simultanément, fourniront une source de chaleur et de lumière inépuisables et d'une intensité que la houille ne saurait avoir », écrit Jules Verne dans son roman *L'Île mystérieuse* en 1874.



Extension de la dimension responsable des investissements

L'intégration des enjeux ESG dans les placements

Quelle que soit la classe d'actifs, les mandats de gestion du FRR, à l'issue d'un processus de sélection qui octroie une place croissante à l'ESG, imposent aux gestionnaires du FRR de prendre en compte

sa stratégie d'investissement responsable dans leur gestion notamment par l'intégration systématique d'une analyse ESG dans le processus de sélection des émetteurs, et par l'exercice des droits de vote et le dialogue, et d'en rendre compte dans les comités de gestion biennuels ainsi que dans les reportings annuels. L'évaluation ESG des entreprises est conduite selon les 5 principes ISR du FRR.



Les exigences de reporting en matière d'analyse ESG

Dans le cadre du suivi des portefeuilles investis sur différentes classes d'actifs et différentes zones géographiques, des compléments d'exigence demandés par le FRR pour ces mandats ont été ajoutés. En effet, des éléments complémentaires de reporting à la fois quantitatifs et qualitatifs rendant compte des actions mises en œuvre en matière ESG sont désormais exigés.

En premier lieu, les gestionnaires fournissent chaque mois un reporting confirmant le respect des différentes exclusions du FRR.

Depuis 2020, le FRR exige un reporting qualitatif dédié aux aspects ESG qui doit comprendre *a minima* les éléments suivants :

- Un reporting concernant les engagements pris en termes d'investissements socialement responsables par le gestionnaire qui indique le type d'enjeux Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance (ESG) sur lesquels il porte son attention dans le cadre de l'univers d'investissement; la manière dont il tient compte de ces enjeux extra-financiers dans sa recherche et son analyse des entreprises, et s'ils sont considérés comme ayant un impact sur la sélection de titres ou la construction du portefeuille; le suivi de ces engagements pris dans le cadre des mandats de gestion, y compris en termes de ressources et d'organisation (évolution des équipes, moyens techniques...).

- Un reporting qualitatif mettant en avant notamment les investissements dans le secteur des écotechnologies (« clean technology ») ou ceux contribuant à la transition énergétique, le dialogue ou l'activité d'engagement avec des émetteurs sur des enjeux extra-financiers, la participation à des groupes de réflexion ou des initiatives internationales en matière d'ESG, de carbone, de transition énergétique, etc.

- Un reporting des notations ESG des entreprises en portefeuille fournissant des éléments récapitulatifs des notes ESG des prestataires d'analyse extra-financière, ou celles établies en interne, de chacun des titres des mandats de gestion.

Enfin, l'exercice des droits de vote par les différents gestionnaires doit être effectué en conformité avec les « Lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote » rendues publiques par le FRR sur son site Internet. Il donne aussi lieu à un reporting régulier.

En dehors de ces éléments, d'autres éléments sont susceptibles d'être intégrés au reporting ESG au fur et à mesure de la vie des marchés et sont discutés régulièrement entre le Gestionnaire et le FRR.

L'accompagnement des entreprises sur leurs enjeux ESG

L'exercice des droits de vote

Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés par les gestionnaires d'actifs qu'il a sélectionnés, et ce dans les seuls intérêts du Fonds.

Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote intègrent les dimensions propres au FRR mais doivent être suffisamment larges pour prendre également en compte les particularismes nationaux (en France et à l'international). L'objectif du FRR est ainsi de capitaliser sur la connaissance des gestionnaires et leur aptitude à capter les usages en vigueur

sur les différentes places financières. Les gestionnaires pourront aussi se référer à ces usages s'agissant de sujets qui ne sont pas couverts par les lignes directrices du FRR.

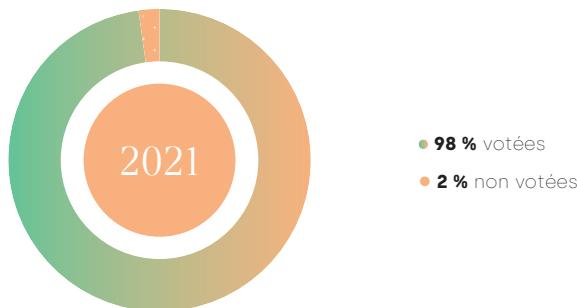
Pour l'aider dans son suivi, le FRR travaille sur la notation de la qualité de la gouvernance de son portefeuille actions des pays développés. Cette approche nouvelle, et analytique permet au FRR de mieux comprendre les composantes essentielles de la gouvernance de ce portefeuille. Cette activité exercée par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de participer en 2021 à 1605 assemblées générales et de voter sur plus de 20 000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à 98 % des assemblées générales votables.

Les Gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions proposées par le management lors des assemblées générales à 80,93 % POUR et à 19,07 % CONTRE.

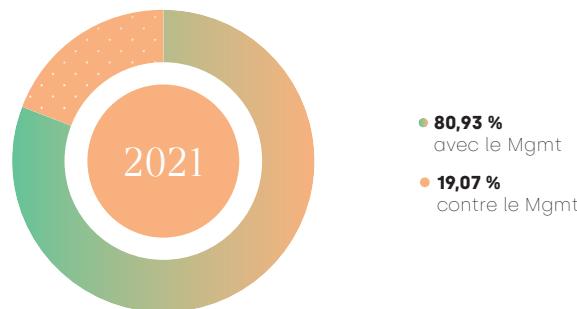
En 2021, la plupart des votes contre le management portent notamment sur des résolutions sur les rémunérations (27 % de votes contre 25 % en 2020). L'élection et la nomination des administrateurs (12 % de votes contre, comme en 2020), et les opérations ayant un impact sur le capital social des sociétés (20 % de votes contre).

Les gestionnaires sont attentifs non seulement aux montants mais également à la qualité des informations communiquées et la transparence. Il faut noter également, un nombre important de résolutions portant sur les opérations sur capital social en vue de permettre notamment aux entreprises très impactées par la pandémie de la Covid-19 de se recapitaliser. 20 % de votes contre ce type d'opération sont comptabilisées sur ces résolutions en 2021.

NOMBRE D'AG VOTÉES EN 2021



POURCENTAGES D'APPROBATION



Le FRR est très vigilant sur la prise en compte des enjeux extra-financiers, notamment sociaux, sociaux et environnementaux par les conseils d'administrations, sur la prise en compte des recommandations de la TCFD et sur la diversité dans les conseils, mais aussi au sein des comités exécutifs des sociétés dont il est actionnaire.

La tendance amorcée en 2020 de présenter des résolutions « Say on climate » s'est développée de façon notable avec 11 résolutions présentées en 2021.

Bilan d'exercice des droits de vote des mandats de gestion action indicielle optimisée ESG

La poche de gestion optimisée actions ESG est une poche importante représentant 3,4Md€ au 31/12/2021 et mettant en place une politique de gestion responsable qui vise à respecter divers objectifs durables imposés lors de l'activation des mandats. Cependant, la politique responsable souhaitée par le FRR s'applique aussi lors des votes aux assemblées générales.

L'année 2021 a encore été marquée par la pandémie de Covid-19 et son impact sur le fonctionnement des entreprises et la participation aux Assemblées Générales. Une grande partie des AG s'est tenue sous forme virtuelle, format qui est plébiscité par les entreprises. Les gérants restent tout de même prudents face à ce nouveau mode de fonctionnement des AG, la principale préoccupation étant de préserver le dialogue entre le management et les actionnaires de la société. Les réunions n'ont généralement pas été reportées au-delà du 30 juin, comme cela avait été le cas pour certaines d'entre elles en 2020.

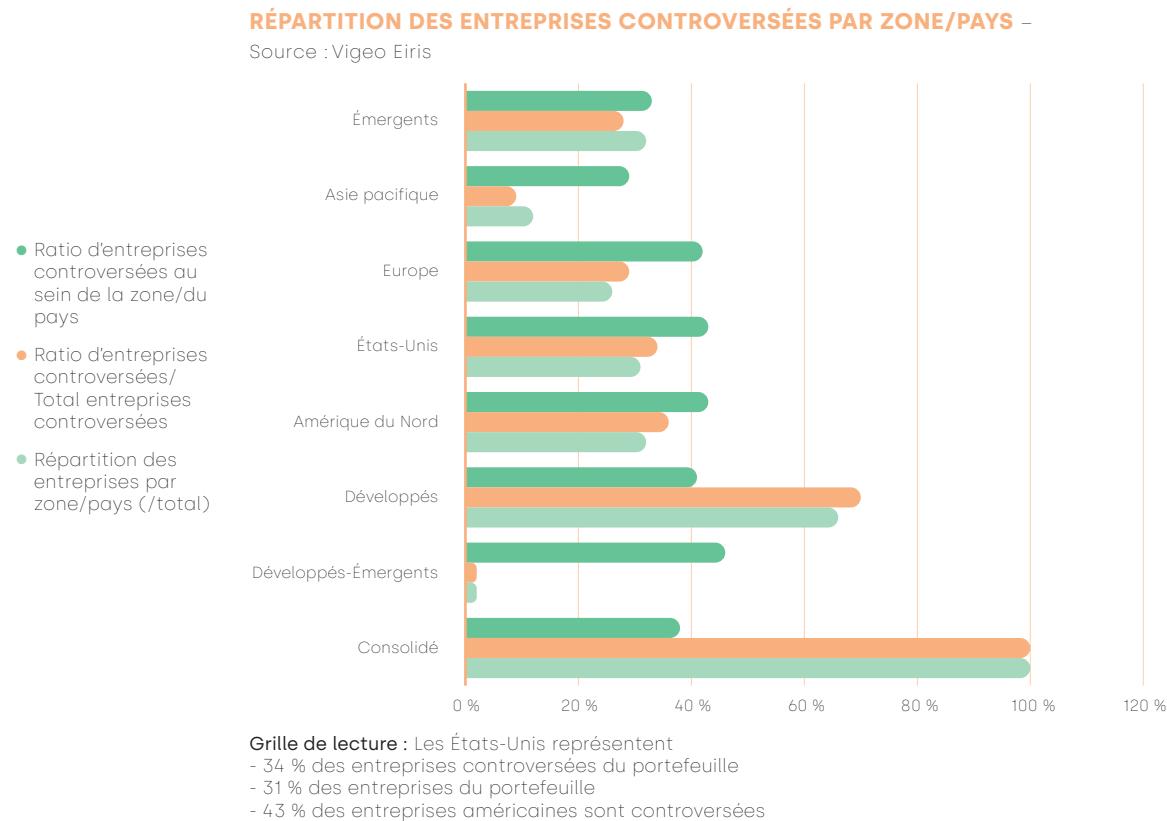
Les gérants ont participé à 1063 Assemblées Générales et voté à près de 18 000 résolutions dont près de 275 résolutions d'actionnaires. En moyenne, les gérants ont voté contre à près de 25 % des résolutions passées sous revue, soit une augmentation de 20 % par rapport à l'année précédente.

Les votes contre ont essentiellement concerné la rémunération lors d'une période difficile d'un point de vue économique et social pour les entreprises. Pour les votes concernant la rémunération, les gérants se sont opposés à plus de 40 % de ces résolutions pour certains mandats. Les votes contre ont aussi porté sur l'élection des administrateurs jugés pas assez indépendants ou cumulant trop de mandats ou les autorisations d'évolutions capitalistiques supérieures à 26 mois.

L'un des thèmes majeurs en 2021 a aussi été la transition énergétique et la trajectoire de décarbonation des émetteurs. Les gérants ont ainsi examiné avec soin les plans de transition énergétique ainsi que les engagements pris par les sociétés. Ils ont soutenu les résolutions d'actionnaires demandant plus de transparence et de mise à disposition de rapports d'informations sur ces sujets. Ainsi, l'un des gérants a par exemple soutenu plus de 95 % des résolutions d'actionnaires qui portaient sur le Climat.

Bilan des actions d'engagement 2021 (hors thématique climat)

Au-delà du vote aux assemblées générales, les gérants dialoguent aussi les entreprises détenues en portefeuille. Ainsi, dans les mandats de gestion action indicielle optimisée ESG, en 2021, près de 750 dialogues ont été initiés ou poursuivis avec plus de 300 émetteurs par les gérants actions de mandats de gestion indicielle optimisée ESG. Ces dialogues ont majoritairement concerné la transition énergétique et la gouvernance d'entreprise. Cependant, le respect des normes internationales et les controverses ont aussi été abordés par les gérants auprès des entreprises concernées. Ces actions d'engagement ont pris essentiellement la forme de participation à des initiatives collectives, mais 17 % des actions d'engagement, soit environ 130 initiatives, ont été des dialogues directs initiés ou poursuivis par les sociétés de gestion.



Des risques extra-financiers peuvent naître du non-respect par des entreprises de principes universellement reconnus tels que ceux du Pacte mondial des Nations Unies, ceux de la bonne gouvernance ou encore ceux des conventions internationales ratifiées par la France. C'est la raison pour laquelle le FRR fait analyser par un tiers son portefeuille chaque année. Pour ce faire, il a sélectionné Moody's ESG Solutions (anciennement Vigeo Eiris). Celui-ci a identifié, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR, 137 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée. C'est un nombre inférieur, en pourcentage des entreprises du portefeuille, à celui de l'année dernière sur le périmètre des actions et des obligations.

La répartition de ces controverses est défavorable aux pays développés. En effet, 70 % des entreprises controversées sont issues de pays développés dont 34 % sont domiciliées aux États-Unis. 30 % entreprises sont issues des pays émergents.

Sur la base de ce rapport, le FRR a sélectionné, pour son plan de dialogue 2021 via ses gestionnaires, la liste des entreprises suivantes : Facebook, Alphabet, Uber Technologies, Tyson Foods, Corteva, Fletcher Building et Wynn Resorts. Le FRR a engagé le dialogue avec 6 de ses gestionnaires sur ces 7 entreprises controversées dont 3 (Alphabet, Facebook et Tyson Foods) ont déjà fait l'objet d'un engagement en 2020.

À l'issue de cette campagne de dialogue 2021, il est apparu que les gérants du FRR avaient majoritairement déjà initié un dialogue avec les entreprises sur les controverses identifiées par Moody's ESG Solutions. Ils considèrent que les controverses identifiées, cette année, ont des impacts financiers modérés, notamment grâce aux réponses adaptées des entreprises aux enjeux ESG. Par ailleurs, les controverses sont analysées et bien maîtrisées par les gestionnaires. Cela confirme les bons résultats du plan de dialogue de 2020. En effet, il faut maintenant remonter à 2019 pour avoir une minorité de réponses dont la qualité est en dessous des attentes du FRR. Les sollicitations du FRR mais aussi celles de ses pairs, ont probablement contribué à faire progresser l'industrie sur ces sujets.

Par ailleurs, le FRR s'est impliqué dans le soutien de deux actions d'engagement : l'une concernant les questions de santé et de sécurité dans les secteurs du textile et de l'habillement, l'autre concernant les activités de Total au Myanmar.

Secteurs du textile et de l'habillement

Le FRR a co-signé l'Investor Statement on the Bangladesh Accord en avril 2021

Huit années se sont écoulées depuis l'effondrement du complexe industriel de Rana Plaza au Bangladesh, entraînant la mort de 1134 ouvriers du vêtement et de 2 600 blessés. Cette tragédie massive a attiré l'attention sur les violations généralisées des droits de l'homme dans le secteur du vêtement, ainsi que sur l'incapacité du gouvernement et des entreprises du Bangladesh qui s'y approvisionnent à créer des lieux de travail qui à la fois protègent et respectent la vie des travailleurs et atténuent les risques pour les entreprises et leurs investisseurs.

Immédiatement après l'effondrement, l'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) a formé la Bangladesh Investor Initiative, comprenant 250 investisseurs institutionnels avec plus de 4,5 billions de dollars d'actifs sous gestion, pour inciter les entreprises mondiales, qui s'approvisionnent au Bangladesh, à s'impliquer directement dans la transformation du Bangladesh du secteur de l'habillement en prenant les quatre mesures suivantes :

1. Adhérer à l'Accord juridiquement contraignant sur l'incendie et la sécurité des bâtiments ;
2. S'engager à renforcer les syndicats locaux et à garantir un salaire décent à tous les travailleurs ;
3. Divulguer publiquement tous leurs fournisseurs, y compris ceux du Bangladesh, et ;
4. Veiller à ce que des mécanismes de réclamation appropriés et des recours efficaces, y compris une indemnisation, soient en place pour les travailleurs et les familles concernés.

Au cours des années qui ont suivi la formation de l'Accord, des progrès substantiels ont été accomplis, mais il reste encore beaucoup à faire pour éliminer complètement les risques pour la sécurité des travailleurs, c'est la raison pour laquelle, en 2021, une coalition d'investisseurs a décidé de publier une nouvelle déclaration.

À l'issue de celle-ci, les négociations entre les marques et les détaillants ont abouti à un important accord créant l'Accord international pour la santé et la sécurité pour une période de deux ans, au Bangladesh et dans d'autres pays.

L'Accord international sur la santé et la sécurité dans l'industrie du vêtement et du textile est un accord juridiquement contraignant de 26 mois visant à sécuriser les usines de confection.

Les marques de vêtements et les détaillants qui ont signé l'Accord international s'engagent à soutenir un RSC indépendant, qui a déjà mis en place des programmes liés à la santé et à la sécurité au Bangladesh. Le RSC est une initiative privée de l'industrie bangladaise, de marques mondiales et de syndicats bangladais. Les marques et les détaillants s'engagent à développer des programmes de santé et de sécurité spécifiques à chaque pays sur la base des principes des accords de 2013 et 2018 et sur les études de faisabilité. Le nouvel accord sera mis en œuvre par l'intermédiaire de l'International Accord Foundation aux Pays-Bas.

Au 18 janvier 2022, 162 entreprises avaient signé l'accord, principalement des entreprises européennes de toutes tailles.

Activités de TotalEnergies au Myanmar

Le FRR a également apporté son soutien à une action d'engagement concernant la présence de TotalEnergies au Myanmar, et des risques en matière de respect des droits humains et des risques matériels liés aux activités du Groupe au Myanmar, en particulier depuis le coup d'État militaire du 1^{er} février 2021.

L'action d'engagement, initiée par un nombre relativement restreint d'investisseurs, a été poursuivie par l'envoi d'un courrier, signé par 35 investisseurs, représentant plus de 3 trilliards d'euros d'actifs sous gestion. La pression conjointe de la société civile et des investisseurs a depuis porté ses fruits, puisque le Groupe a annoncé en janvier 2022, son retrait de cette zone, en tant qu'opérateur comme en qualité d'actionnaire.

Politique d'exclusion

Le FRR a mis en place des critères d'exclusion concernant :

- des pratiques de certaines entreprises qui ne respectent pas des principes universellement reconnus, tels que ceux du Pacte mondial des Nations Unies, des Principes d'Investissement Responsable et ceux de bonne gouvernance comme l'International Corporate Governance Network (ICGN);
- d'activités ne respectant pas certaines conventions internationales ratifiées par la France, en particulier celles sur les armes non conventionnelles et le tabac, ou les entreprises ayant leur siège social dans un pays des listes française et européenne des États et territoires non coopératifs au niveau fiscal;
- d'activités liées au charbon, qui portent particulièrement atteinte au climat.

Ces pratiques et activités controversées font l'objet d'une analyse par Moody's.

Concernant les pratiques controversées, les analyses portent sur 96 % de la capitalisation du portefeuille consolidé (actions et obligations). 3 441 entreprises sont analysées sur 5 624 en portefeuille. Vigeo Eiris a identifié, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR, 137 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée, de façon fréquente ou persistante associée à un manque de réactivité de leur part. Ce chiffre est en augmentation (128 l'année précédente). Comme en 2020, les entreprises des Etats Unis, et les secteurs financier et télécom / média restent sur-représentés sur ces niveaux de controverses.

Les armes controversées qui sont exclues concernent les mines anti-personnel (interdites par la Convention d'Ottawa en 1997, signée par 164 pays³, les armes à sous-munition (interdites par la Convention d'Oslo en 2008, signée par 108 pays⁴, les armes chimiques Convention sur l'interdiction des armes chimiques en 1992 et les armes biologiques (Convention sur l'interdiction des armes biologiques de 1972). Chaque année, le FRR publie une liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement Responsable du Conseil de surveillance. Cette liste est mise à jour

dans le courant du premier semestre de chaque année et publiée sur le site internet du FRR. Aujourd'hui, elle se repose sur une méthodologie dont l'objectif est d'identifier les entreprises impliquées dans le développement, la production, l'entretien, l'utilisation, la distribution, le stockage, le transport ou le commerce d'armes à sous munitions, de mines anti-personnel, d'armes chimiques et bactériologiques ou de leurs composantes clés. En 2021, 15 entreprises identifiées dans l'univers d'investissement du FRR sont placées sur la liste d'exclusion :

Entreprise	Pays
Anhui Greatwall Military Industry Co., Ltd.	Chine
Anhui Military Industry Group Holding Co. Ltd.	Chine
Aryt Industries	Israël
Bharat Dynamics	Inde
China Aerospace Science & Technology Corp.	Chine
Hanwha Aerospace	Corée du Sud
Hanwha Corp	Corée du Sud
Kcp	Inde
Lig Nex1	Corée du Sud
Lockheed Martin	États-Unis
Northrop Grumman	États-Unis
Premier Explosives	Inde
Solar Industries India	Inde
Textron	États-Unis
United Engine Corp. Jsc	Russie

3. à l'exception notamment les Etats Unis, la Russie, etc

4. à l'exception notamment les Etats Unis, la Russie, etc

L'exclusion du tabac est quant à elle basée sur la Convention-cadre de l'OMS pour la lutte antitabac de 2003, signée par la France. Celle-ci est le premier traité négocié sous les auspices de l'Organisation mondiale de la Santé. Il s'agit d'un traité fondé sur des données factuelles, qui réaffirme le droit de tous les peuples au niveau de santé le plus élevé possible. La Convention représente une évolution fondamentale en ce sens qu'elle met au point une stratégie visant à réglementer des substances engendrant la dépendance; à la différence des précédents traités de lutte contre la drogue, la Convention-cadre affirme l'importance des stratégies de réduction de la demande au même titre que de réduction de l'offre.

Davantage d'informations sur l'analyse des controverses et la mise en œuvre des politiques d'exclusion figureront dans le Rapport de Durabilité, à paraître milieu 2022.

L'accompagnement des entreprises au sein du capital investissement

Depuis ses premiers mandats de capital investissement de 2007, le FRR exige des reportings complets de la part de ses gestionnaires en imposant notamment un important volet ESG afin de développer, de mesurer et de vérifier l'impact de ses investissements sur les entreprises et leur écosystème.

En pratique, le FRR s'attache à ce que ses gestionnaires réalisent un bilan ESG pré-acquisition, sensibilisent les dirigeants aux enjeux ESG, définissent des axes d'amélioration au cours des années à venir afin de favoriser le développement de l'entreprise et de la préparer au meilleur niveau d'exigences ESG possible et ainsi favoriser la cession.

Les exigences du FRR ont renforcé un mouvement parmi les sociétés de gestion, qui développent de façon croissante et poussée le suivi des aspects ESG, avec l'adhésion des équipes dirigeantes des sociétés en portefeuille.

Les participations sont suivies dans leurs engagements ESG. L'accompagnement des entreprises est actif et s'orchestre souvent autour d'une feuille de route ESG rédigée dès l'acquisition, adaptée aux enjeux propres de chacune des sociétés et suivie tout au long de la vie de la participation.

Si, suivant la taille des entreprises et les secteurs sur lesquelles elles opèrent, les leviers diffèrent concernant l'aspect « Environnement », les sociétés de gestion sont très actives sur les parties « Social » et « Gouvernance » avec notamment la structuration des conseils d'administration (notamment l'égalité homme-femme).

Parmi les gestionnaires très actifs dans l'intégration des enjeux ESG, Swen Capital Partners a créé un guide des bonnes pratiques dédié à l'industrie du non coté et décerne chaque année depuis 7 ans un prix récompensant les acteurs sur leurs démarches et les progrès réalisés. Plusieurs gestionnaires du FRR ont déjà été nominés ou récompensés ces dernières années et, en 2021, le jury comportait un membre de l'équipe du FRR.

Le score ESG du portefeuille

L'analyse du portefeuille d'actions monde du FRR à fin 2021 met en évidence un score ESG moyen de 46/100, en progression par rapport à fin 2020 (43.9) et supérieur de 1,7 point à celui de son indice de référence. Cette performance provient de l'application, dans les mandats du FRR, de sa politique d'investissement responsable.

Cette évolution est différenciée selon les zones géographiques, avec un progrès sur l'Amérique du Nord et les Pays Émergents qui rattrapent un peu de leur retard, mais une dégradation sur la zone Asie Pacifique (-3.6) et sur l'Europe (-3). Cette dernière zone reste toutefois à un niveau de performance ESG nettement supérieur aux autres zones géographiques (53.1).

Concernant le portefeuille d'obligations d'entreprises hors souverains, le score ESG moyen baisse légèrement, passant de 45.7 à 45.5, alors que celui de l'indice de référence progresse (de 45.3 à 47.3). Cela résulte d'une légère baisse des scores ESG moyens sur l'ensemble des zones géographiques, à l'exception des pays émergents (à relativiser puisqu'ils représentent environ 1 % des encours à fin 2021).

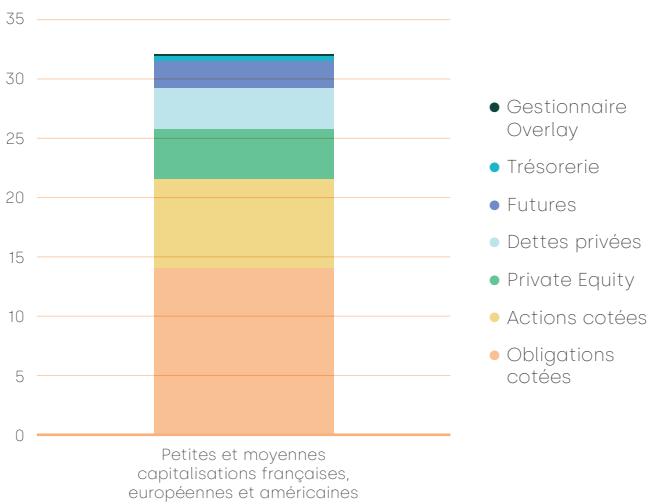
Financer l'économie française : une responsabilité sociale intergénérationnelle

Le poids de la France dans les actifs du FRR

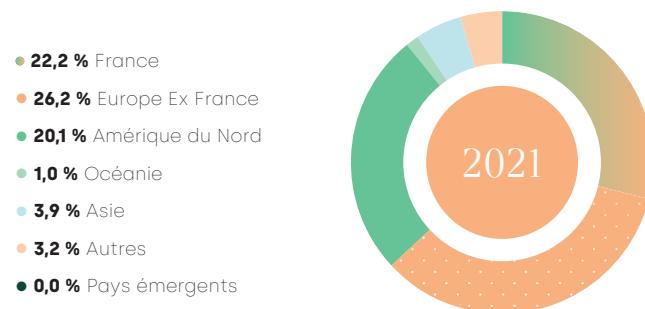
Agissant en tant qu'instrument de solidarité entre les générations, investisseur de long terme et acteur gérant des fonds publics au service de la collectivité, le FRR renforce chaque année un peu plus son effort de soutien aux entreprises françaises. Il contribue ainsi à consolider l'équilibre des régimes sociaux grâce aux créations d'emplois et aux revenus générés par les entreprises qu'il accompagne.

Au 31 décembre 2021, le poids de la France au sein des investissements du FRR s'élève à 30,5 % et atteint 32,5 % en tenant compte des investissements en futures, ce qui représente une augmentation de 0,5 % par rapport à l'année précédente. Les actifs investis en France ont augmenté de 73 M€ en un an, grâce à la performance réalisée par le FRR en 2021.

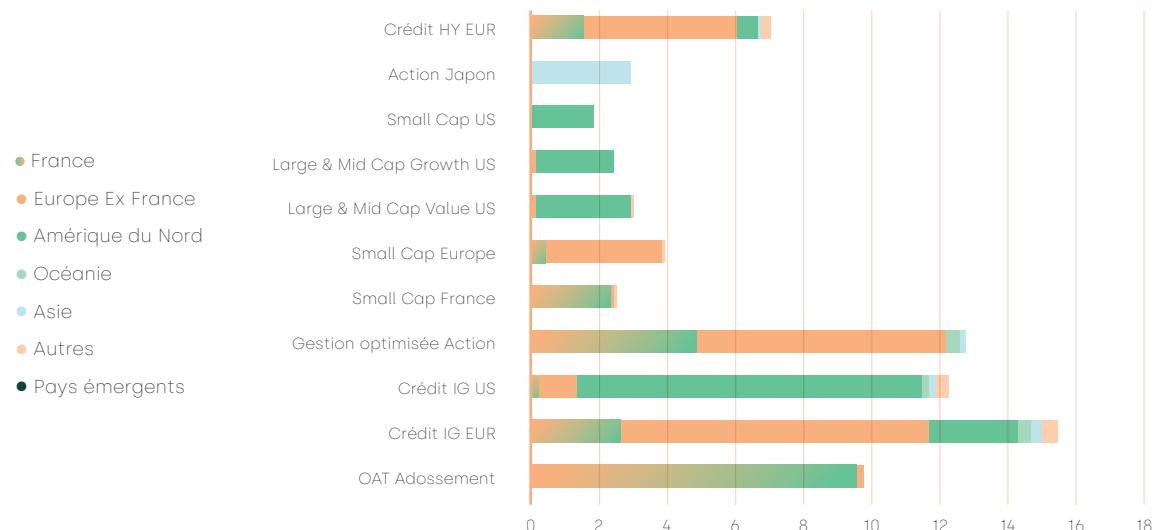
SOUTIEN À L'ÉCONOMIE FRANÇAISE EN % DES INVESTISSEMENTS TOTAUX SUR FRR AU 31/12/2021



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES MANDATS DU FRR (HORS FOND) AU 31/12/2021 (EN %)



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE ET PAR CLASSE D'ACTIF DES MANDATS EN % DES ACTIFS TOTAUX DU FRR AU 31/12/2021



Afin de satisfaire l'équilibre des régimes sociaux et notamment contribuer aux ressources de la Caisse d'amortissement de la Dette Sociale (CADES), chaque année le FRR doit désinvestir une partie de ses actifs à hauteur de 2,1 milliards d'euros. Comme l'année précédente, le FRR n'a pas souhaité prélever sur ses mandats investis en Actions françaises mais a préféré diminuer ses mandats obligataires, ainsi que ses mandats actions européennes et américaines notamment.

Au 31/12/2021, 48 % des investissements du FRR au travers de ses mandats se font en Europe dont 22 % en France. Lorsque l'on détaille cette même répartition au niveau de chaque classe d'actif, on observe qu'une grande partie des investissements réalisés en France proviennent des mandats d'adossement (pour 2,5 milliards d'euros) et des mandats actions de gestion optimisée (pour 1,3 milliard d'euros).

Le financement des PME et ETI françaises : un objectif réaffirmé

- les actions cotées de petites et moyennes sociétés françaises et européennes

L'allocation d'actifs du FRR en faveur des actions européennes comprend une part de cette exposition sur les petites capitalisations françaises et européennes.

Afin de maintenir stable l'allocation post paiement de la Cades, un retrait de 290 M€ a été opéré uniquement sur les petites capitalisations européennes, contribuant à renforcer l'exposition à la France au sein des petites et moyennes capitalisations détenues par le FRR.

Malgré ce rachat conséquent en cours d'année, la performance de ces mandats a permis de compenser largement le retrait grâce à une performance absolue de près de +22 %, supérieure à la performance moyenne du portefeuille. Cette catégorie d'actifs représente désormais 6,22 % des encours globaux du FRR à fin 2021 (contre 5,96 % l'année précédente).

- le capital investissement

Le capital-investissement accompagne la croissance et le développement des entreprises non cotées, en apportant les fonds propres nécessaires pour soutenir la création (capital-innovation), pour participer à la croissance (capital-développement) et contribuer à la transmission d'entreprises (capital-transmission).

Cet accompagnement en capital permet de renforcer les entreprises sur leurs marchés et de soutenir leur développement notamment à l'international. Cela participe ainsi à la création d'emplois et favorise l'émergence de champions nationaux.

La réforme des retraites, décidée en 2010, avait marqué l'arrêt de ce type d'investissements pour le FRR mais, depuis 2015, les pouvoirs publics et le conseil de surveillance du FRR ont décidé d'investir deux enveloppes en actifs non cotés dédiées au financement des entreprises françaises. La première de deux milliards d'euros a porté sur plus de 900 M€ de capital investissement tandis que la seconde de 750 millions d'euros a été déployée à hauteur de 325 M€, au travers de la sélection de fonds sur les segments du capital-transmission et du capital-innovation, mais également via l'abondement de certains mandats existants de capital-innovation et de capital-développement.

Ainsi, au total à fin 2021, plus de 1,1 Md€ d'engagements ont été réalisés dans des fonds de capital-investissement ciblant des sociétés françaises soutenant ainsi leur développement et la création d'emplois la France :

- 315 M€ en capital-innovation, appelés en moyenne à hauteur de 49 % participant au financement de jeunes entreprises innovantes dès leurs premiers stades de développement dans les secteurs du digital (low tech et deep tech), de la biotechnologie, de la medtechnologie et de la fintechologie ;

- 415 M€ en capital-développement/transmission appelés en moyenne à hauteur de 44 % finançant majoritairement des PME dans leur stratégie d'expansion;
- 400 M€ en capital-investissement, par le biais de fonds de fonds appelés en moyenne à hauteur de 52 % investissant dans des fonds de taille moyenne en capital développement/ transmission de PME et d'ETI françaises souvent régionales.

Ces fonds et mandats ont ainsi poursuivi leur déploiement, avec un taux moyen d'appel ayant progressé à 48 %. Ainsi, 337 sociétés sont financées par le biais des fonds directs et des mandats de fonds, dont 314 sont françaises.

Le FRR participe également à 2 initiatives de place déployées lors de la crise sanitaire de la Covid-19, l'une relative au tourisme et l'autre à la santé au travers de 2 fonds de place dédiés à ces secteurs d'activités (le fonds Nov Santé et le fonds Nov Tourisme)

Ces initiatives s'inscrivent dans le cadre d'un programme de 2,2 milliards d'euros dans lequel le FRR est engagé auprès d'autres institutionnels pour soutenir l'économie du pays affectée par la crise sanitaire du Covid-19.

Fonds Nov Tourisme

Le FRR a engagé 25 millions d'euros dans ce fonds. À ce titre, il en est l'investisseur le plus important sur un encours d'environ 160 millions d'euros destinés à financer les entreprises de taille TPE PME ETI des secteurs du tourisme, de l'hôtellerie, de la restauration, des loisirs et les solutions pour l'industrie touristique, grâce à des investissements en fonds propres ou quasi-fonds propres.

Le tourisme était un moteur de croissance mondial à long terme avec une progression de l'ordre de 4 % par an.

Le tourisme constitue un secteur important pour l'économie française avec un poids de 7,4 % dans le PIB et plus de 2 millions d'emplois, c'est un contributeur majeur à l'économie française, mais aussi un contri-

buteur à la balance des paiements pour environ 17 milliards d'euros. Le tourisme français est pour deux tiers un tourisme intérieur et pour un tiers un tourisme international. La France est le pays le plus visité au monde, avec plus de 89 millions d'arrivées de touristes internationaux en 2018. Elle se situe au 3^e rang mondial en termes de recettes, derrière l'Espagne et les États-Unis (pour un total de 55,5 milliards d'euros en 2018).

Le tourisme français bénéficie d'avantages compétitifs uniques liés aux atouts naturels du pays : sa position géographique, la beauté et la variété de ses paysages, la richesse de son patrimoine, l'attrait de son art de vivre. Il recouvre des métiers et des territoires extrêmement variés, ayant chacun des facteurs clés de succès spécifiques. Cependant, le secteur du tourisme en France fait face à des défis structurels économiques, concurrentiels, technologiques, environnementaux et sociétaux. L'objet de ce fonds est d'apporter une réponse adaptée face à ces défis. Début 2022, le fonds Nov Tourisme a réalisé 9 investissements pour 79 millions d'euros (46 % du fonds). Le processus d'investissement mis en place est donc en avance au regard du calendrier anticipé. La plupart des investissements sont réalisés à travers des actions de préférence ou en obligations convertibles, une stratégie qui est plus protectrice qu'un investissement uniquement en actions. Le levier financier des entreprises financées est faible. Le TRI Brut du fonds fin 2021 devrait être proche de 7 %.

Fonds Nov Santé

Face à la dégradation du bilan des entreprises, consécutive à la crise sanitaire, il est apparu indispensable d'accroître le volume des financements en fonds propres comme une réponse à cette crise. Aussi, les investisseurs de long terme, dont le FRR se sont engagés auprès des pouvoirs publics pour mettre en place un programme d'investissement global dans le secteur de la santé de 800 millions d'euros.

Le FRR a décidé d'investir 40 M€ dans un fonds actions non cotées Nov Santé de 420 M€ aux côtés de 19 investisseurs pour accompagner principalement le développement des PME/ETI françaises de ce secteur. Ce fonds, à travers des financements en fonds propres et en quasi-fonds propres, détiendra des participations minoritaires dans les sociétés situées en France pour au moins 80 % d'entre elles dans le cadre d'opérations de capital développement et en late stage/Growth *a minima* à 70 % : des objectifs qui sont dans la droite ligne des cibles du FRR.

Contrairement à « l'initiative Tourisme », l'objet du fonds n'est pas de soutenir un secteur en difficulté transitoire, mais de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soin, la biotechnologie. Ainsi, la réalisation des investissements est conditionnée à des objectifs sur le plan de la souveraineté sanitaire dont l'absence a été cruellement mise en lumière au début de la crise sanitaire : une contrainte forte du projet Santé, est que la cession des investissements soit réalisée en priorité avec une préférence nationale et justifiée par le gestionnaire afin de limiter le risque de vente à un partenaire étranger.

Par ailleurs, les gestionnaires du fonds auront pour objectif de consolider durant la phase de détention des actifs, les indicateurs comme l'accroissement de la part de production en France, l'emploi en France, la part de R&D en France, conjointement à un suivi ESG imposé par le nouveau Label Relance.

Lancé quelques mois après le fonds Nov Tourisme, le fonds Nov Santé début 2022 est investi dans 4 opérations pour un montant de 107 M€ sur les 420 M€, soit 25 % des engagements disponibles

• **Le financement en dettes privées des entreprises**

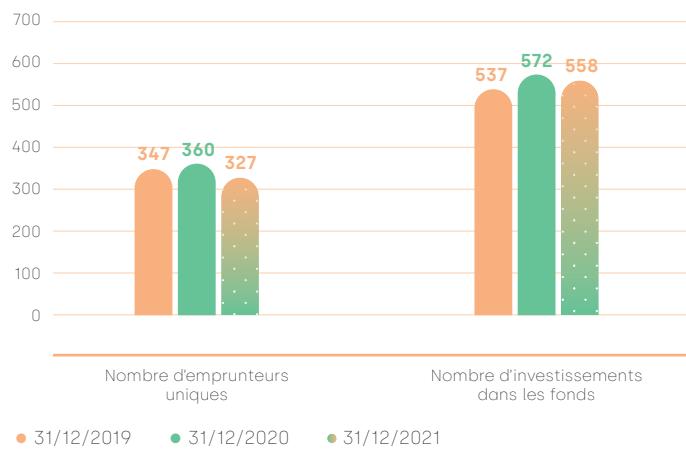
Les investissements en dettes privées du FRR représentent environ 1,9 milliard d'euros d'engagement en 2021, et un investissement de presque 1,1 million d'euros de financement accordés par le FRR à travers des fonds de dettes privées. Ils constituent donc un élément important dans la politique de financement de l'économie française mise en place dès 2013 par le FRR.

Ces investissements sont réalisés à travers les fonds de 11 sociétés de gestions. En 2021, ils permettent de soutenir 327 entreprises dont 74 % françaises et 94 % en zone euro.

En moyenne une entreprise financée par les fonds sélectionnés par le FRR emploie 2 600 salariés et génère un EBITDA de l'ordre de 55 millions d'euros.

Le nombre d'entreprises financées est en retrait compte tenu de la fin du programme d'investissement du FRR en dettes privées :

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FINANCEMENT DANS LE PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES DU FRR

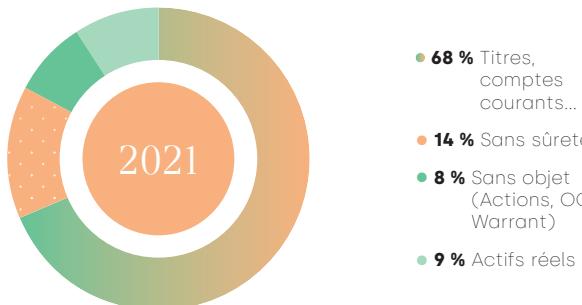


La plupart des opérations (77 %) de financement sont assorties de sûretés, garanties attachées à une créance, permettant de bénéficier, sur le prix d'un bien déterminé, d'un paiement plus favorable que celui réservé aux autres créanciers.

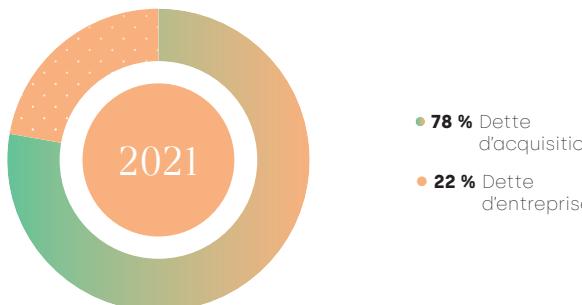
Les investissements du FRR en matière de dettes privées sont historiquement comptabilisés en distinguant la dette « d'entreprise » (« Corporate Loan ») de la dette « d'acquisition » (Dette LBO).

- L'univers de la dette privée d'acquisition regroupe les investissements dans des dettes émises par des structures juridiques de type holding créées spécifiquement pour réaliser le financement d'un transfert de propriété des actions d'une entreprise. Ce financement étant réalisé

TYPE DE SÛRETÉS (EN %)



NATURE DES OPÉRATIONS DANS LE PORTEFEUILLE DU FRR (EN %)



pour partie en action par un « Equity sponsor » et en dette. Ce type de dette appartient à la typologie des dettes d'acquisition (« Leverage Loan »). Dans leur très grande majorité ces opérations doivent être classées dans la catégorie High Yield (rating compris entre BB/B).

- Les autres financements par dettes sont des financements de type « dettes d'entreprises » (Corporate Loan) qui répondent à une problématique de financement de la croissance de l'entreprise (l'objet n'est pas de financer un transfert de propriété de l'entreprise). Dans le portefeuille de dettes privées du FRR, la dette privée d'entreprise représente environ 20 % des engagements et investissements. Les actifs sont de nature « Crossover » et le rating est en général situé entre BBB et BB (excepté pour la mezzanine).

Depuis 2017, les investissements ont été diversifiés à travers la sélection de fonds Unitanches, de mezzanines et dans une moindre mesure par un investissement dans un véhicule d'Asset Backed Lending (financements d'actifs industriels). En 2021, les derniers investissements réalisés ne concernent que des fonds de mezzanines gérés par des sociétés de gestion françaises de grande expérience qui sont orientées vers des financements sans le support de fonds de Private Equity (dits «sponsorless ») et qui constituent un canal de soutien important à l'économie française avec un rapport rendement contre risque très attractif, tout en préservant la gouvernance de ces entreprises.

Quelques statistiques sur le portefeuille de dettes privées du FRR à la suite de la crise sanitaire

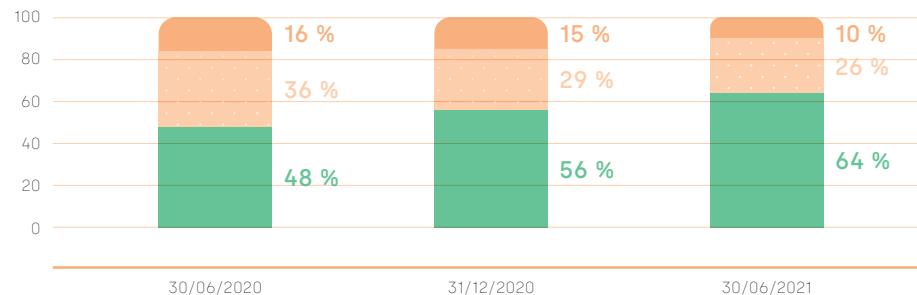
En 2021, le marché de la dette privée a retrouvé un dynamisme qui a été finalement faiblement altéré par la crise de la Covid-19, puisque les volumes d'émissions et le niveau de levier (dette Nette sur EBITDA) sont repartis à la hausse : ainsi, la perception du niveau de risque de crédit s'est

stabilisée à son niveau d'avant crise (les niveaux de spreads HY ou IG sont quasi identiques à ceux de fin 2019). Les défauts d'émetteurs ont finalement été faibles dans l'univers d'investissement du FRR.

Sensibilité du portefeuille à la Covid-19

La sensibilité de l'activité économique des entreprises financées par les fonds de dettes privées sélectionnés par le FRR est en nette diminution.

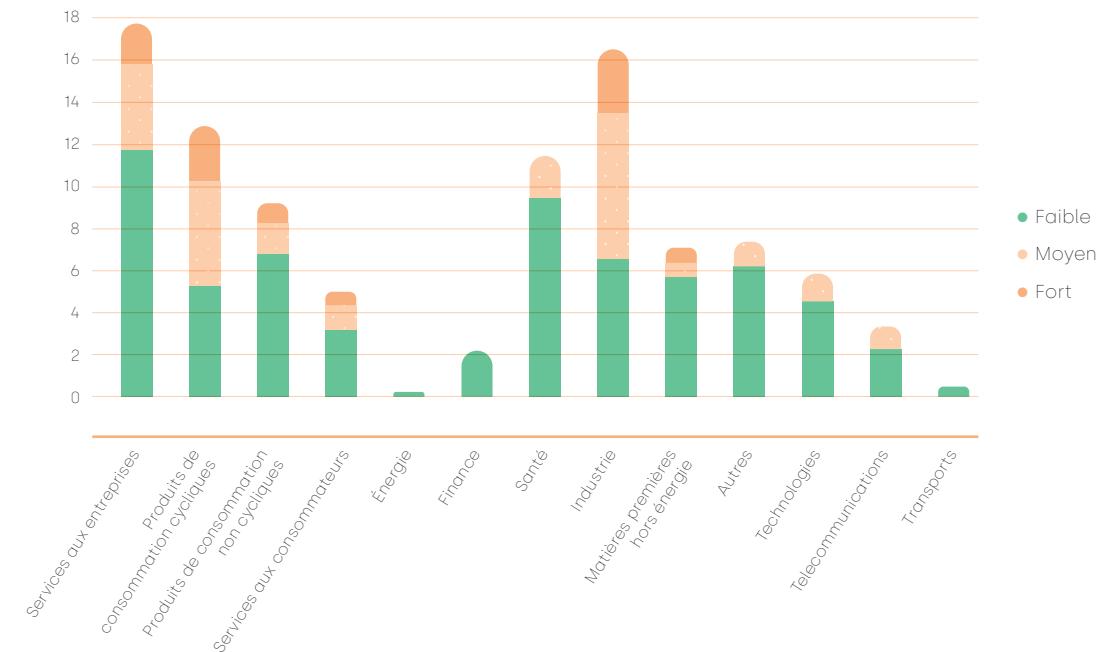
SENSIBILITÉS AU COVID-19 DES ENTREPRISES FINANCIÉES DES FONDS DE DETTES PRIVÉES INVESTIS PAR LE FRR (EN %)



- Faible ou sans impact négatif
- Moyen
- Fort

Les entreprises les plus sensibles à la Covid-19 sont plutôt localisées dans l'industrie, les produits de consommation cycliques et les services aux entreprises :

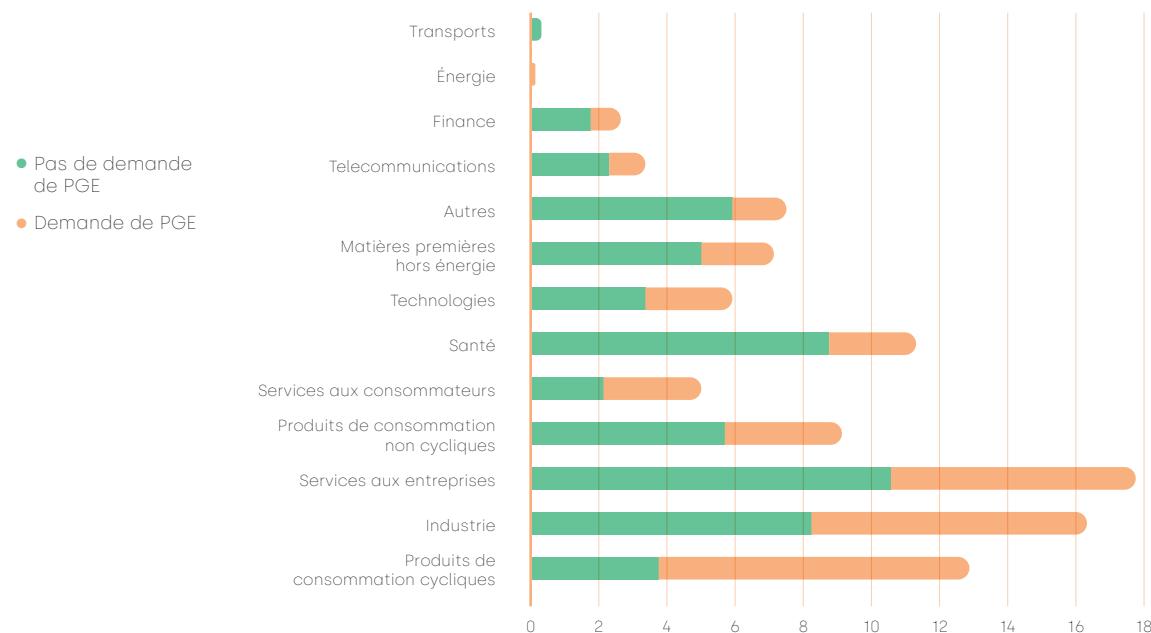
POIDS SECTORIELS DU PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES ET IMPACT DE LA COVID-19 (EN %)



Pour faire face au choc économique lié à la crise de la Covid-19, le Gouvernement a mis en œuvre dispositif exceptionnel de garanties permettant de soutenir le finan-

cement bancaire des entreprises, à hauteur de 300 milliards d'euros. De nombreuses entreprises dans le portefeuille de dettes privées du FRR ont activé ce dispositif :

TAUX DE PGE VENTILÉ PAR SECTEURS D'ACTIVITÉS (EN %)



Liquidation d'un des premiers fonds de Dette privée dans lequel a investi le FRR

Le fonds Tikehau Corporate Leveraged Loan Fund a été liquidé le 3 décembre 2021, soit 8 ans après son lancement en 2013. Ce fonds est un des premiers fonds investis par le FRR de senior loans lancés par une société de gestion française sur le marché français juste à la suite du fonds Idinvest Dette Senior 1 également lancé en 2013.

Il est important de noter que l'objectif de performance du fonds a été atteint malgré la crise de la Covid-19 dans les délais prévus, tout en étant fortement exposé à la France.

- les fonds de place mixte NOVI

Le FRR s'est engagé à hauteur de 72,5M€ sur chacun des fonds de place NOVI en 2015 (NOVI 1 géré par Tikehau Capital et La Financière de l'Echiquier et NOVI gérés par Idinvest Partner et Oddo BHF).

Les engagements de ces deux supports sont dorénavant totalement appelés.

À ce stade, outre 20 % des encours dédiés à des actions cotées de petites entreprises françaises (chiffre d'affaires compris entre 30 M€ et 1,5 Md€), ces deux fonds réunis accompagnent près d'une quarantaine d'entreprises domestiques au travers de la poche non cotée par des financements tant en fonds propres qu'en dettes.



IMPACT SUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION ET LES CHOIX DE GESTION

- Certains investissements réalisés par le FRR ont une thèse d'investissement intrinsèquement positive en termes d'impact.
- L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif tant sur l'aspect social, en permettant de loger plus de 11000 personnes sous conditions de ressources avec une économie de loyer, qu'environnemental, en construisant des logements aux consommations maîtrisées en centre-ville ou en continuité de la ville, évitant ainsi l'étalement urbain. 71 % des logements proposés sont ainsi situés en zone A et A bis avec une décote moyenne de 13 %, 96 % des résidences sont implantées en centre-ville ou en continuité de la ville existante et sont situés à moins de 500 m d'un transport en commun. Les consommations d'énergie sont inférieures de 13 à 30 % aux normes réglementaires pour plus de 70 % du parc construit.
- Par ailleurs, l'investissement dans le fonds Brownfields, dont l'objectif est la dépollution et la reconversion des friches urbaines et industrielles, permet une réhabilitation de sites pollués et donc de lutter contre l'étalement urbain et l'artificialisation des sols. La reconversion des friches en zone urbaine, en contribuant à densifier les centres urbains et à limiter les nouvelles constructions en périphérie, favorise la réduction des émissions de CO₂ liées aux déplacements d'environ 33 %. Il a été estimé que la reconversion d'un hectare de friches en zone urbaine permet d'éviter l'artificialisation d'environ 2 hectares. Ainsi, Brownfields 3 a pu contribuer à préserver plus de 300 hectares d'espaces naturels.
- Enfin, les fonds de biotech ou medtech sélectionnés par le FRR financent des innovations ciblant les besoins médicaux

non satisfaits et permettent ainsi de traiter des patients en impasse thérapeutique. D'autres fonds de l'initiative « Tibi » financent par ailleurs des sociétés de Greentech qui luttent contre le changement climatique et contribuent à préserver l'environnement telles que Carbios, pionnier dans la conception et le développement de procédés enzymatiques qui permettent aux plastiques et textiles PET d'être recyclés à plusieurs reprises tout en conservant la qualité d'un plastique vierge.

Investissement dans des fonds d'impact

Dans le cadre de sa sélection de fonds dédiés à l'infrastructure, le FRR prête une attention particulière à ce que chaque société de gestion soit en mesure de communiquer des données sur la matérialité des impacts environnementaux (réduction des émissions de CO₂, dépollution de l'air, valorisation de déchets, ...) et sociaux (mesure des créations d'emplois, nombre de patients potentiels couverts par un hôpital, ...) de chacun des projets financés et du portefeuille dans son entiereté.

Cette approche permet aux sociétés de gestion d'agir sur ces éléments et de maximiser les impacts de leurs participations tout en limitant les éventuelles incidences négatives des installations financées.

Certaines sociétés de gestion vont encore plus loin en instaurant une indexation du Carried Interest de leurs fonds sur des critères d'impact escomptés, spécifiques aux secteurs et thématiques financés pour lesquels des indicateurs sont fixés. Une gouvernance de l'impact est mise en place associant certains investisseurs réunis dans un comité d'impact dont le rôle est de valider les objectifs d'impact de

chaque investissement d'un secteur donné, contrôler leur atteinte dans le temps et décider des bénéficiaires (associations, fondations, ONG, ...) de la part de Carried Interest ainsi obtenue au moment de la liquidation du fonds.

Cette approche a notamment été mise en œuvre dans les deux millésimes de fonds Swen Impact Fund for Transition (SWIFT I et II), gérés par Swen Capital dédiés au financement des filières de la méthanisation et de l'hydrogène.

Le reporting des fonds Infrastructures publie ces impacts dans un document dédié (reporting ESG et/ou reporting Impact) dans lequel ces indicateurs sont souvent catégorisés selon les 17 Objectifs de Développement Durable définis par les Nations Unies.

Un effet d'entraînement sur l'écosystème du financement de la technologie française au sein de l'initiative Tibi avec des fonds à prépondérance France

En parallèle du déploiement du programme d'investissement de 2 Md€ de 2015 et de celui de 750 M€ de 2020 dans des entreprises non cotées françaises, le FRR a participé à l'initiative « Tibi » visant à faire de la France un leader de la révolution technologique en investissant dans les technologies disruptives développées par des entreprises françaises. L'objectif est de combler un maillon manquant de financement en donnant accès à un financement large à ces sociétés technologiques, innovantes et risquées. Ces sociétés connaissent généralement de

forts taux de croissance de leur chiffre d'affaires (supérieurs à 20-30 % par an) et des valorisations dépassant plusieurs centaines de millions d'euros, tout en visant un leadership régional ou mondial. Dans le cadre de cette initiative, le FRR s'est engagé à investir 250 M€ en capital croissance non coté en faveur des entreprises technologiques et 250 M€ en fonds d'actions cotées.

En 2021, le FRR a poursuivi le déploiement de ces investissements par la sélection de deux fonds fermés supplémentaires pour un montant de 70 M€ portant ainsi l'engagement cumulé dans le cadre de cette initiative à 215 M€ par le biais de 5 fonds fermés.

La French Tech, mouvement des startups françaises, a créé deux indices : le French Tech 120 et le Next 40, qui ciblent des startups françaises prometteuses qui ont déjà atteint un certain stade de maturité confirmé par leurs investisseurs et/ou leur chiffre d'affaires. L'objectif du French Tech Next40/120 est de faire émerger des nouveaux acteurs technologiques, en offrant un accompagnement pour 120 entreprises françaises en capacité de devenir des leaders technologiques de rang mondial.

Parmi les 120 lauréats du programme, 40 entreprises forment le French Tech Next40, qui réunit : les entreprises valorisées au moins un milliard de dollars, celles ayant réalisé une levée de fonds supérieure à 100 M€ au cours des trois dernières années, ainsi que celles avec un modèle économique validé par les investisseurs (levées de fonds) et clients (croissance du chiffre d'affaires).

French Tech Next40/120 2021



Au travers des mandats et fonds sélectionnés, le FRR est investi dans 19 sociétés du Next40/120.

Par ailleurs, l'objectif fixé par le Gouvernement d'avoir 25 licornes françaises (startup valorisée à plus d'un milliard de dollars) d'ici 2025 a été dépassé début 2022.

Parmi ces 25 licornes, au travers des mandats et fonds sélectionnés, le FRR est investi dans 6 d'entre elles : Backmarket, Doctolib, ManoMano, Meero, Payfit et Sorare.

Le FRR a également rencontré de multiples sociétés de gestion concernant l'engagement dans les fonds « Global Tech » afin de préparer un processus de sélection et un cahier des charges en ligne avec les attentes du FRR pour cette thématique et commencer les sélections de fonds « Global Tech » dans le courant de l'année 2021.

IMPACT SUR LES PRESTATAIRES DE DONNÉES EXTRA-FINANCIÈRES

Depuis plusieurs années, le FRR travaille avec les fournisseurs d'indices afin que ces derniers intègrent, dès la construction des indices, des critères extra-financiers. Ces travaux avaient ainsi abouti en 2013 à la création des indices Low Carbon Leaders avec MSCI. Le FRR continue ces travaux avec les différents fournisseurs d'indices et, en 2021, la plupart des indices smart beta customisés utilisés par le FRR intègrent dans leur méthodologie de construction un mécanisme de contrôle des émissions carbone afin que ces dernières restent à un niveau proche de l'indice pondéré par les capitalisations équivalentes.

Le FRR travaille aussi avec les sociétés de gestion et les fournisseurs de données extra-financières de façon à améliorer les méthodologies de calcul des données ESG et les pratiques quant à leur utilisation car, pour les gestions optimisées ESG entre autres, la qualité de la donnée ESG est un élément clé. Ainsi, au cours des dernières années, le FRR a instauré un dialogue entre les sociétés de gestion et les fournisseurs d'indices pour harmoniser les méthodologies de calcul de la part charbon concernant plusieurs grands acteurs du secteur Services aux collectivités. Ces différentes actions d'engagement ont abouti à plus de cohérence de la part des fournisseurs de données dans les méthodologies pour mieux prendre en compte l'activité des entreprises étudiées. À titre d'exemple, les méthodologies concernant la consolidation des résultats des filiales au sein d'une société mère ou la considération des flux inter-entreprise sont aujourd'hui mieux appréhendées par certains fournisseurs de données charbon, et ce afin d'avoir une gestion responsable plus fidèle à la réalité économique des entreprises.

Contribution au financement de la recherche en matière d'investissement responsable

Le FRR apporte son soutien au FIR (Forum pour l'investissement Responsable) et sponsorise son Prix annuel. Il finance également la recherche académique sur la finance durable et l'investissement responsable de la Toulouse School of Economics et de l'École polytechnique depuis 2007.

IMPACT GLOBAL SUR L'ENVIRONNEMENT : LA MESURE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE

Au-delà de l'estimation de l'empreinte carbone des portefeuilles, Trucost réalise chaque année une évaluation de l'empreinte environnementale globale des entreprises en portefeuille et de leur chaîne d'approvisionnement. Les périmètres étudiés sont ceux des impacts directs de l'entreprise, ceux des fournisseurs directs et ceux des fournisseurs indirects (y compris l'exploitation de matières premières).

Les variables environnementales étudiées par Trucost sont les suivantes :

1. Gaz à effet de serre : émissions de dioxyde de carbone (CO_2), de méthane (CH_4), de protoxyde d'azote (N_2O), d'hexafluorure de soufre (SF_6), fluorocarbures (FC), d'hydrofluorocarbures (HFC) et de trifluorure d'azote (NF_3).
2. Prélèvements d'eau : eau achetée (c-à-d de l'eau achetée auprès de services publics), eau provenant des processus de refroidissement direct, et eaux de traitement.
3. Production de déchets : déchets incinérés, de décharge, nucléaires (fabrication de produits, combustion nucléaire, procédés industriels et médicaux), et recyclés.
4. Polluants atmosphériques : polluants issus de produits d'énergie fossile, de précurseurs des pluies acides (oxyde d'azote, dioxyde de soufre, acide sulfureux, ammoniac), de substances appauvrissant la couche d'ozone (HFC et CFC), de poussières et particules, démissions métalliques, de précurseurs du smog et composés organiques volatils.
5. Polluants du sol et de l'eau : engrains et pesticides, les émissions de métaux dans le sol et dans l'eau, émissions acides dans l'eau et polluants issus d'éléments nutritifs et de substances acides.
6. Utilisation des ressources naturelles : extraction de minéraux, de métaux, de gaz naturel, pétrole, charbon, et processus d'exploitation forestière et agricole.

À fin 2021, l'analyse des portefeuilles conclut que chaque million d'euros de revenus génère un coût de capital naturel de 2,8 à 6,3 % (2,8 % pour le portefeuille d'actions développées, 6,3 % pour le portefeuille d'actions émergentes). L'impact environnemental des portefeuilles est significativement moins élevé que celui des indices (-21 % à -32 %), à l'exception du portefeuille obligations d'entreprises dont l'impact environnemental est similaire à celui de son indice de référence.

Cette évaluation donne une vue globale des impacts que l'activité des entreprises en portefeuille fait peser sur l'environnement, et donc indirectement sur la biodiversité. Les équipes du FRR réalisent une veille sur l'émergence des méthodologies d'analyse d'impact ciblées précisément sur la biodiversité et ont entamé un dialogue avec les sociétés de gestion des mandats sur cette thématique.



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 20 % de son actif, hors OPC monétaires.

Un **comité des risques** examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. De plus, 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 (DPRF) 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 peut émettre des avis sur la revue de l'allocation stratégique, présentée lors de la réunion du Conseil de surveillance consacrée à cette dernière.

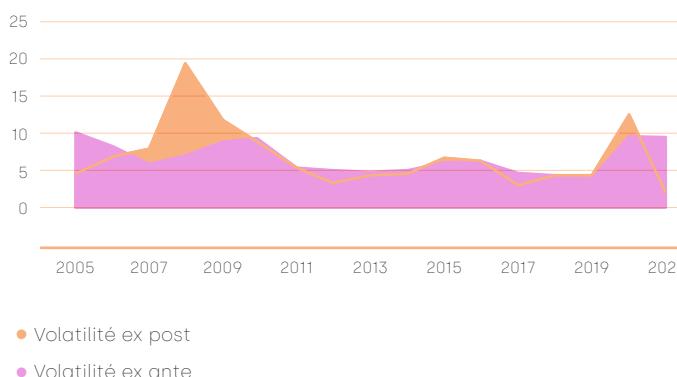
Au sein du FRR, un comité technique de suivi de l'ISR animé par la direction financière regroupe des membres de chaque direction et les membres du directoire. Il se réunit au moins une fois par mois pour élaborer les indicateurs, suivre la mise en œuvre de la stratégie et examiner tout point touchant à la responsabilité du FRR en matière d'investissement. Il prépare les dossiers présentés au Comité de l'Investissement Responsable et au conseil de surveillance.

LES RISQUES FINANCIERS

Depuis 2020, les mesures de risques financiers ex-ante utilisées par le FRR pour encadrer la gestion de ses prestataires font l'objet d'études étayées (notamment la « Tracking Error » ou TE pour la gestion Actions, et la « sensibilité pondérée par les spreads » SPS ou « Duration times spread » DTS pour la gestion Taux), avec la volonté d'aboutir à une harmonisation des différentes approches et méthodologies de calculs de mesures de risques ex ante (TE et DTS) des gestionnaires et de celle du FRR, dans la mesure du possible.

Ainsi, pour l'encadrement du risque de crédit de ses gestionnaires obligataires, le FRR s'est efforcé de normaliser l'approche de calcul chez ses gestionnaires pour la SPS (ou DTS) en prenant plus en compte les risques sur les remboursements anticipés pour les titres de quasi-fonds propres.

VOLATILITÉS ANNUELLES CONSTATÉES (EN %)



Le risque de gestion actif-passif

Il s'agit du risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES, bénéficiaire du Fonds. Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024 puis 1,45 milliard par an de 2025 à 2033. Sur l'année, la Marge de Couverture du Passif¹ a augmenté de 2,3 milliards d'euros et s'élève au 31 décembre 2021, à 6,7 milliards d'euros, soit une performance de la Marge de Couverture du Passif sur l'année 2021 de 53,50 %.

Les risques de marchés du portefeuille

Le niveau de volatilité annualisée de l'ensemble du portefeuille reste faible par rapport à l'historique du FRR, que ce niveau soit mesuré ex-ante (volatilité attendue 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 2,91 % en 2021 (contre 12,1 % en 2020) pour un rendement annuel de 6,95 % (contre 1,01 % en 2020). La volatilité ex-ante a été en moyenne de 9,5 % en 2021, contre 9,5 % l'année précédente.

Le risque de variation défavorable de la 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 estimée à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 23,20 % de l'actif du FRR (contre 30,70 % fin 2020), soit 6,06 milliards d'euros. Cette baisse importante s'explique par les niveaux de volatilité moins élevés constatés sur les marchés actions en 2021.

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. À fin 2021, leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 21,0 % de l'actif du FRR, soit 5,55 milliards d'euros (contre 27,18 % fin 2020).

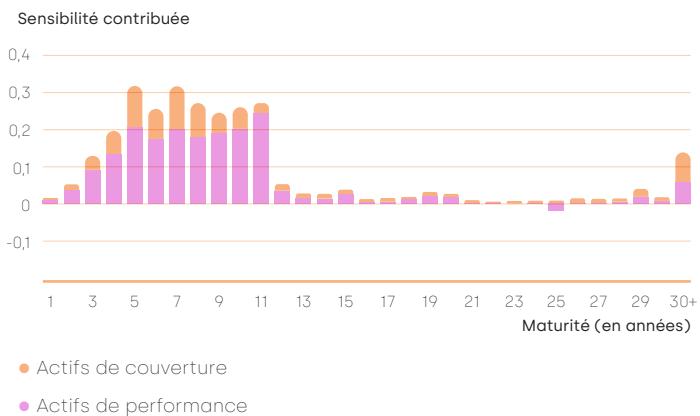
Le risque de taux d'intérêt

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 2,2 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,81 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 3,51 % à fin 2020).

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux a augmenté, passant de 2,47² fin 2020 à 2,74 fin 2021. 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 2,74 %, soit environ 0,72 milliard d'euros. Ce niveau de sensibilité du portefeuille du FRR tient compte de la réduction de l'exposition au risque de taux des actifs de crédit en raison de la mise en place de couvertures stratégiques et tactiques.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse de la valeur du passif du bilan du FRR de 5,18 %. (sa sensibilité était de 6,00 fin 2020).

CONTRIBUTIONS DE SENSIBILITÉS DU PORTEFEUILLE PAR TYPE D'ACTIFS ET PAR MATURITÉ

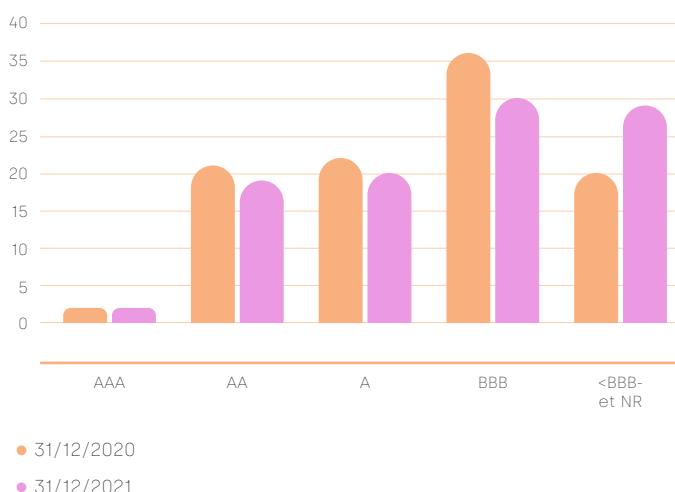


Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêtés de 2020 et 2021. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NR
31/12/2020	2 %	21 %	22 %	36 %	20 %
31/12/2021	2 %	19 %	20 %	30 %	29 %

RÉPARTITION DE LA POCHE TAUX PAR NOTATION



La hausse du risque Crédit observé entre 2020 et 2021 est principalement due à la nouvelle Allocation Stratégique pour laquelle l'exposition au risque de Crédit a fortement augmenté. S'agissant de l'univers d'analyse, il a également évolué en 2021. Le DPRF intègre dorénavant la notation des titres composant les fonds de dettes privées (les 2/3 de ces notations sont communiqués par les gestionnaires, le reste étant estimé par le Département des Risques Financiers qui s'appuie sur les notations moyennes observées sur des fonds d'actifs notés comparables).

La qualité globale du portefeuille de produits de taux du FRR en 2021 est moindre que celle de 2020 ; 71 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature (« catégorie investissement ») contre 80 % fin 2020. Cela est essentiellement dû à une évolution de l'allocation des investissements taux, plus orientée vers des titres à haut rendement (dettes privées et High Yield notamment).

Avec la nouvelle allocation stratégique et le relèvement consécutif de la limite interne d'investissement en titres à haut rendement dans le portefeuille de crédit (hors OAT) de 33 % à 50 %, la notation moyenne³ du portefeuille de taux du FRR, BB à fin décembre 2021 s'est dégradée par rapport à fin 2020 (BBB-), le taux de perte attendu correspondant à la notation moyenne de BB est de 0,54 %.

Afin de suivre au mieux l'évolution du risque de crédit pendant l'année, le FRR dispose d'un outil qui lui permet de détecter hebdomadairement les dégradations des notations de ses expositions Crédit Euro et Crédit US, indépendamment des gestionnaires d'actifs du FRR. Grâce à cet outil, les fortes dégradations d'émetteurs ou d'émissions détenues au sein des mandats peuvent être anticipées. En cas de « downgrade » significatif⁴, ce dernier est notifié lors du Comité des risques mensuel par le Département des Risques Financiers. En 2021, cinq alertes ont été générées à partir de cet outil (contre 2 alertes en 2020).

De plus, la perte potentielle⁵ liée à la dégradation corrélée de la qualité de crédit des émetteurs⁶ est également estimée sur le portefeuille Crédit du FRR. Au 31/12/2021, la CVaR Crédit s'élève à 9,3 % de la valeur du portefeuille Crédit (resp. 8,6 % en 2020) soit 1,4 Md€ en 2021 (resp. 1,3 Md€ en 2020). En 2021, le taux de perte extrême potentielle est de 18,6 % (resp. 16 % en 2020) pour la poche de performance et de 6,1 % (resp. 6,8 % en 2020) pour la poche de couverture. Les actifs de performance contribuent à hauteur de 53,4 % à la CVaR Crédit (resp. 38 % en 2020), contre une contribution de 46,6 % pour les actifs de couverture (resp. 62 % en 2020). L'augmentation du risque de crédit fait suite à la nouvelle allocation stratégique de 2021 qui a accru la part du crédit haut rendement de la poche de performance au détriment du crédit de bonne qualité de la poche de couverture.

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 : exigence d'une notation minimale pour les contreparties autorisées, pratique d'appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS⁷ Bank, limites par contrepartie. Fin 2021, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 441 millions d'euros (contre 718 millions d'euros fin 2020), provenant des couvertures sur le change.

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, et hors OPC qui disposent d'une limite de 5 % de l'actif net. Depuis l'arrêté du 24 mai 2016, les limites réglementaires de concentration par émetteur ou contrepartie s'appliquent en tenant compte également des positions indirectement détenues via les organismes de placement collectif.

4. Seuil minimal de significativité de variation de la perte attendue de 1 M€, ou émetteur représentant plus de 0,10 % de la poche Crédit du Portefeuille

5. Il s'agit de la perte de valeur des titres de crédit d'un portefeuille liée à la baisse de la qualité de signature des emprunteurs. Elle est mesurée par la moyenne des 1 % pires pertes de crédit sur le portefeuille à l'horizon d'1 an. Elle correspond à la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an.

6. La CVaR Crédit prend en compte les probabilités historiques de migrations des notations des émetteurs par secteurs et de leur corrélation alors que la CVaR marché capte uniquement l'évolution des spreads de crédit (à qualité de crédit stable) pour estimer le risque.

7. « Continuous Linked Settlement » : système de compensation et de règlement qui diminue le risque de contrepartie.

3. Il s'agit d'une moyenne de l'encours des actifs par notation pondérée par les taux de défauts cumulés à un an constatés entre 1983 et 2020 sur cette même notation.

Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. L'allocation stratégique est intégralement couverte sauf sur les actifs de performance couverts à 90 %, les actifs libellés en devises émergentes ne sont pas couverts car 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 inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire).

Les risques d'écart de suivi de la performance du FRR et de celle de ses gestionnaires par rapport à leurs références de gestion

La volatilité des écarts entre les performances de l'allocation stratégique et les performances de l'allocation réelle du portefeuille se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (TE ex ante). Cette notion se définit comme l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille réel et l'allocation cible de référence.

À l'inverse de 2020 et de la crise « Covid », sur l'année 2021, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de TE définies dans les mandats de gestion à l'exception d'un dépassement constaté sur un mandat Actions.

À la fin de l'année 2021, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 1,3 % (contre 1,11 % l'année précédente). Cet écart comprend, d'une part, les effets de sélection (gestion active des gestionnaires, choix d'indices différents de ceux de l'allocation stratégique...), et d'autre part des effets de la gestion flexible (sur ou sous-expositions tactiques de classes d'actifs et ajustements des couvertures des risques de change et de taux).

Parallèlement à l'autorisation faite aux gestionnaires des mandats de crédit de bonne qualité d'une marge de diversification en titres de moindre qualité de signature, le FRR a encadré leur gestion par une limitation du risque de crédit de leur portefeuille relativement à celui existant dans leur benchmark. Cet encadrement repose sur la mesure de la Sensibilité de la valeur de tous les titres du portefeuille à la variation du spread de crédit pondérée par le spread de ces mêmes titres (SPS). Cette sensibilité reflète le niveau de risque de crédit pris à travers ces deux éléments : la rémunération perçue par les investisseurs en échange du risque pris (le « spread » ou prime de risque) et la durée d'exposition à ce risque (la « duration »). La comparaison de la SPS du portefeuille de chaque gérant à celle de son benchmark de gestion (ne comprenant que des titres de catégorie « investissement ») permet d'apprécier et de limiter sa sur ou sous exposition au risque de crédit relativement à son benchmark. Il n'y a pas eu de dépassement en 2021 contrairement à 2020.

Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés

Le FRR ne peut investir dans des contrats financiers que dans de bonnes conditions de sécurité : son cadre réglementaire est celui du Code Monétaire et Financier et du règlement général de l'AMF⁸ concernant les OPC coordonnés français.

Le FRR applique donc les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers à terme définis par la réglementation AMF de juin 2018 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC.

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif sur contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. L'engagement à fin 2021 représente 4,62 % de l'actif du Fonds (contre 17,76 % fin 2020). Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 %.

Le risque de liquidité des actifs gérés

Une limite d'emprise sur l'actif net de chaque OPC détenu a été définie par l'arrêté du 24 mai 2016, lequel a fixé une limite de détention maximale dans les OPC à 20 % (ce niveau était autrefois une limite interne).

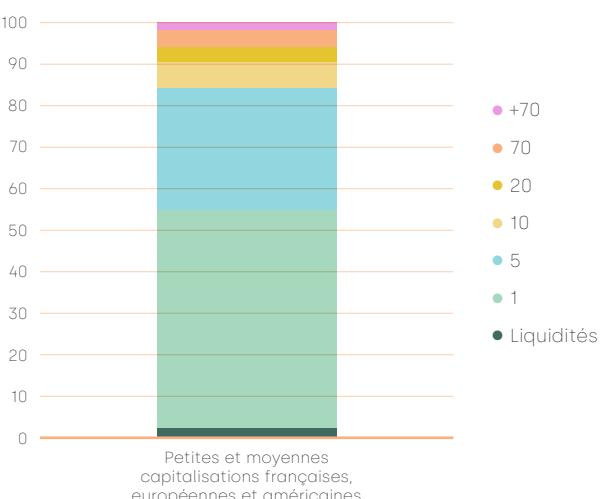
Le FRR gère également une limite d'emprise sur le capital des sociétés : il ne peut détenir plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille d'actifs non cotés immobilier, de capital investissement, d'infrastructures).

S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin décembre 2021 :

- Sur les actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines, 84 % du portefeuille pourrait être cédé sans impact de prix en moins de 5 jours⁹, contre 88 % à fin 2020 (cf. graphique ci-dessous).

MESURE DE LA LIQUIDITÉ DES FONDS DÉDIÉS INVESTIS EN ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES, EUROPÉENNES ET AMÉRICAINES

% des encours des petites et moyennes capitalisations pouvant être liquidés sur un nombre de jours donné, au 31/12/2021



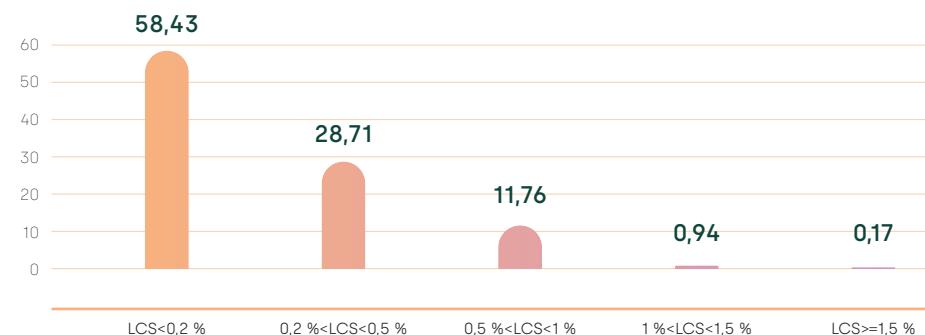
8. Autorité des Marchés Financiers.

9. En prenant comme hypothèse que 25 % du volume moyen de transactions quotidien observé lors des 3 derniers mois peut être liquidé en une journée sans impacter le cours des titres analysés.

- Sur le portefeuille Crédit du FRR (investi dans les poches Crédit Euro, Crédit US et Adossement OAT), la part la moins « liquide » du portefeuille est définie¹⁰ par les titres dont la revente entraîne un taux de décote supérieur ou égal à 0,5 %. Cette part ressort à environ

13 % (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1 %), contre 9 % à fin 2020. Seuls 0,17 % des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 %, contre 0,09 % à fin 2020 (cf. graphique ci-dessous).

ESTIMATION DE LA LIQUIDITÉ DU PORTEFEUILLE CRÉDIT DU FRR (EN %)



10. Définition basée sur la méthode du Liquidity Cost Score (ou « LCS »). Le LCS est un indicateur mesurant le coût de liquidation et est calculé à partir de la formule suivante de taux de décote : $LCS = (\text{Prix de cotation à l'achat} - \text{prix de cotation à la revente}) / \text{Prix de cotation à l'achat du titre}$.

LES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

Risques « Climat »

Trucost réalise chaque année un rapport d'audit climatique et ESG, qui comprend entre autres une analyse des risques liés aux changements climatiques. Ces risques sont de deux ordres :

Les risques de transition, qui concernent les risques qui pèsent sur les entreprises fortement émettrices de gaz à effet de serre, en raison des évolutions potentielles des réglementations et des tarifications des différents marchés carbone. Trucost réalise des estimations des pertes potentielles en fonction de trois scénarii d'évolutions futures des prix du carbone plus ou moins élevées. Ces estimations prennent en compte à la fois les risques liés aux émissions de GES des entreprises, et ceux liés aux répercussions indirectes via les fournisseurs. L'analyse des risques de transition révèle, tout comme l'année dernière, que l'EBITDA à risque de l'ensemble des portefeuilles du FRR est inférieur à celui de ses indices.

Les risques physiques, qui devraient avoir un impact considérable sur les marchés financiers. Ces risques physiques conjuguent des risques localisés (qui portent sur les sites) et des risques relatifs à la chaîne de valeur des entreprises affectées. Plus de 2 millions d'actifs ont été reliés à l'univers CorePlus de Trucost (+15,000 sociétés). Les actifs sont ensuite évalués en fonction de leur exposition et de leur vulnérabilité à 7 événements climatiques : Stress hydrique, Incendies, Inondations, Canicules, Vagues de froid, Ouragans, et Montée des eaux. Les évaluations sont réalisées et l'analyse des risques physiques révèle que les portefeuilles du FRR sont légèrement moins exposés aux risques physiques (stress hydrique, incendies, inondations, canicules, vagues de froid, ouragans, et montée des eaux) que leurs indices de référence. Seul le portefeuille d'actions des pays émergents y est plus exposé.

LES RISQUES OPÉRATIONNELS

Il s'agit du risque résultant de processus internes défaillants ou inadaptés ou d'événements externes, qu'ils soient de nature délibérée, accidentelle ou naturelle.

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie sur des exercices réguliers d'auto-évaluation des risques permettant d'établir une cartographie des risques résiduels actualisés ainsi que sur le suivi des plans d'actions issus de cette cartographie. La mise en œuvre de nouveaux processus ou la refonte en tant que de besoin de processus clés liés à la dématérialisation, à la continuité d'activité ou à la généralisation de circuits de validation et signature électronique contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif initié en 2019 a continué d'être enrichi en 2020 et 2021 pour répondre aux évolutions des processus induites par le fonctionnement à distance et renforcer la sécurité opérationnelle des processus métiers.

Dans l'accomplissement de sa mission, il est important que le FRR soit en mesure d'assurer ses principales activités sans interruption en cas d'événements graves (défaillance fournisseur, crue de Seine, incendie, mouvement social, sinistre informatique, pandémie...). Les différentes

mesures de prévention, de gestion de crise et de gestion de la continuité (organisation et procédures de gestion de crise, site de repli, analyse des dispositifs de continuité des prestataires essentiels) sont régulièrement mises à jour et font l'objet d'un suivi en Comité des risques. Le FRR s'assure de la disponibilité de son dispositif de continuité notamment lors d'un test annuel de repli sur un site extérieur qui a été réalisé par les équipes du FRR en septembre 2021.

Tous les incidents opérationnels significatifs affectant le FRR qu'ils soient d'origine interne ou externe sont recensés et analysés au fil de l'eau. Ils font l'objet d'une analyse et d'un suivi en Comité des risques (mesures correctives, impacts, indemnisations, suivi des plans d'amélioration). Dans ce cadre, le FRR apporte également une attention particulière au suivi des incidents opérationnels et des sanctions réglementaires touchant ses prestataires de gestion ainsi que ses prestataires essentiels. En 2021, le FRR a identifié deux incidents opérationnels importants d'origine externe, qui après analyse, ont été totalement indemnisés par les gestionnaires des mandats concernés.

CRISE SANITAIRE

Lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020, la FRR a pu assurer la continuité de son activité en s'appuyant immédiatement sur ses collaborateurs équipés de matériel informatique leur permettant de travailler depuis leur domicile.

En 2021, la cellule de crise du FRR a continué de se réunir sur une base hebdomadaire afin de piloter le dispositif de continuité, d'encadrer l'organisation de fonctionnement en tenant compte des nécessités de service et des contraintes sanitaires. Les collaborateurs du FRR ont continué d'intervenir majoritairement à distance

en utilisant l'architecture de connexion sécurisée et les outils informatiques et de signature électronique robustes de la Caisse des Dépôts. La qualité du service n'a pas été impactée.

Cette organisation a permis au FRR de fonctionner de façon tout à fait satisfaisante et sans accroissement du nombre d'incidents opérationnels. Les prestataires du FRR, notamment ses prestataires de gestion, ont également continué d'adapter leur organisation de fonctionnement à la crise sanitaire.

LA CONFORMITÉ

La déontologie

Le FRR veille tout particulièrement à ce que ses collaborateurs respectent un cadre déontologique très strict. Cela se matérialise par de formations spécifiques e-learning et formations collectives.

Le cadre déontologique applicable aux trois membres du directoire est encadré par le code de la Sécurité sociale. Plus globalement, le code de déontologie précise notamment qu'afin de répondre au principe de prévention des conflits d'intérêts, le FRR interdit à tous ses collaborateurs de solliciter ou accepter à titre personnel ou familial tout cadeau, faveur, service, invitation non professionnelle ou autre don. De même, la participation à des séminaires, colloques ou séjours professionnels n'est autorisée qu'avec l'accord préalable et express de la hiérarchie.

Les risques déontologiques, de blanchiment, de financement du terrorisme et de respect des sanctions internationales font tout à la fois l'objet d'un programme de formation interne et de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires et des investissements.

La conformité des investissements et du portefeuille

Le risque de conformité est le risque issu du non-respect de dispositions législatives, réglementaires ou contractuelles.

Le contrôle du respect de la conformité des investissements constitue un élément essentiel du dispositif de contrôle interne. De ce fait, le FRR :

- contrôle quotidiennement le respect par les gestionnaires des mandats de gestion déléguée de leurs obligations contractuelles;
- vérifie que les investissements réalisés via des OPC et fonds sont conformes aux règles internes;
- s'assure du respect de ses ratios réglementaires (dispersion par émetteur, exposition sur les marchés hors de l'Espace Économique Européen ou non organisés, emprise sur le capital des sociétés détenues, emprise OPC, exposition au risque devises, exposition aux fonds collectifs, différents ratios d'engagement).
- vérifie que la politique d'exclusions du FRR est mise en œuvre et respectée par les gestionnaires du FRR.

L'analyse d'éventuels cas de non-respect des règles de conformité, l'évaluation des impacts, les mesures correctrices et les éventuelles demandes d'indemnisation font l'objet d'une fiche d'incident et d'un suivi en comité des risques.

ORGANISATION ET COÛTS



ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

Le FRR compte, en 2021, 47 collaborateurs permanents, dont 39 sous contrat Caisse des dépôts.

Tous exercent leurs fonctions sous l'autorité du Directoire auquel sont rattachées une direction financière, une direction des opérations et des risques, et une direction juridique et de la communication.

L'année 2021 a été marquée par la crise sanitaire, ce qui a conduit à une adaptation de son organisation puis à la mise en place de manière pérenne du télétravail.

Le FRR maintient un niveau exigeant de sécurisation de ses processus, grâce à des outils de gestion et d'analyses performants et fiables, et continue de mener une réflexion suivie concernant l'efficience de son organisation.

LES COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2021 s'élèvent à 85,4 millions d'euros contre 94,4 millions d'euros en 2020. Cette baisse est principalement due à un recul de 9,5 millions d'euros des frais de gestion financière, et plus particulièrement à une diminution de 9,2 millions d'euros des commissions de surperformance par rapport à 2020.

Cette évolution résulte en grande partie de la baisse de la provision pour frais in fine, c'est-à-dire de l'estimation au 31 décembre des frais de surperformance dus au titre des mandats non échus en fin d'année. Cette évaluation passe de 55,4 millions d'euros à 45,7 millions d'euros fin 2021, en corrélation avec un actif net qui a baissé en moyenne de 3,8 milliards d'euros au cours de l'année écoulée. Parallèlement, la diminution des encours sur le pilotage de l'allocation et la réduction des couvertures en options ont entraîné une baisse des commissions overlay, qui s'élèvent à 2,4 millions d'euros en 2021 alors qu'elles représentaient 3,8 millions d'euros en 2020.

Après une baisse importante en 2020, les frais de back-office et de conservation – qui complètent l'enveloppe des charges évaluatives du FRR et qui correspondent à des prestations confiées à la Caisse des dépôts dans le cadre de la convention qui lie les deux établissements – se stabilisent à 7,6 millions d'euros contre 7,8 millions d'euros en 2020.

L'ensemble des autres dépenses du FRR, telles que les frais de personnel, les coûts immobiliers, l'informatique, les frais généraux ou les dépenses de consultants font partie de l'enveloppe limitative du Fonds et sont assez peu corrélées à l'actif net. Elles représentent 18 % des charges et se sont élevées à 15,1 millions d'euros en 2021. Ces coûts correspondent à 5,7 points de base par rapport à l'actif sous gestion.



LES INSTANCES DIRIGEANTES

CONSEIL DE SURVEILLANCE au 30 juin 2022

Présidente

Sandrine Lemery

Membres de l'assemblée nationale

Eric Woerth,
suppléant Charles de Courson

Belkhir Belhaddad

Membres du sénat

Jérôme Bascher
Marie Evrard

Personnalité qualifiée

Philippe Tibi, Vice-Président
du Conseil de surveillance

Représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national

Confédération générale du travail

Pierre-Yves Chanu, Vice-
Président du Conseil de
surveillance,
suppléante Hélène Guerra

Confédération générale du travail – Force ouvrière

Philippe Soubirous,
suppléant Eric Gautron

Confédération française démocratique du travail

Laetitia Tankwe,
suppléant Thibaut Sellier

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni,
suppléant Pierre-Alexis
Van Den Boomgaerde

Confédération française de l'encadrement – CGC

Marie-Christine Oberst,
suppléante Christine Diebold

Représentants des employeurs et travailleurs indépendants

Mouvement des entreprises de France

Eric Pinon,
suppléant Jacques Vessaud

Florent Sarrazin

Philippe Poaget,
suppléant Frank Duclos

Confédération générale des PME

Alain Duffoux,
suppléant Michel Giordano

Union professionnelle artisanale

Catherine Foucher,
suppléant Michel Bressy

Représentants du ministre chargé de la sécurité sociale nommés par arrêté du ministre chargé de la sécurité sociale

Frank von Lennep,
suppléante Marianne Kermoal-Berthomé

Morgan Delaye

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

Sébastien Raspiller,
suppléant Martin Landais

Représentant du ministre chargé du budget nommé par arrêté du ministre chargé du budget

Mélanie Joder,
suppléante Marie Chanchole

LES ÉQUIPES DU FRR

DIRECTOIRE

Président

Eric Lombard

Membres du Directoire

Yves Chevalier
Olivier Rousseau

COMITÉ DE DIRECTION

Yves Chevalier, membre
du Directoire

Olivier Rousseau, membre
du Directoire

Salwa Boussoukaya-Nasr,
Directrice financière

Michel Cadio, Directeur
des opérations et des risques

Karine Callec, Directrice
juridique et de
la communication

Pierre Leygue, Responsable
du département risques
financiers et de la performance

DIRECTION FINANCIÈRE



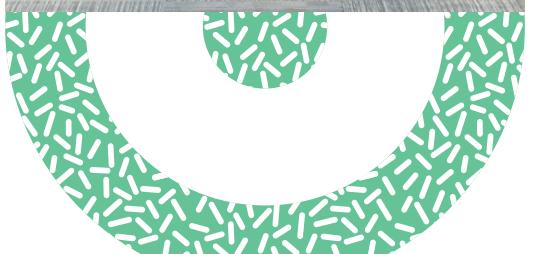
↑
Département de la Gestion Déléguée
et de l'Investissement Responsable

←
Département Allocation d'Actifs



KARINE CALLEC
Directrice juridique
et de la communication
SALWA BOUSSOUKAYA-NASR
Directrice financière
MICHEL CADIO
Directeur des opérations
et des risques

DIRECTION JURIDIQUE ET DE LA COMMUNICATION



AGENCE COMPTABLE



DIRECTION DES OPÉRATIONS ET DES RISQUES



← Département Performance, Risques financiers et opérationnels

↓ Département Système d'information, organisation et projets



↑ Département RH, Contrôle de gestion

→ Département Middle office



CARTOGRAPHIE DU PORTEFEUILLE

8



Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie au 31/12/2021

ACTIFS DE COUVERTURE

Obligations
11 mandats

GESTION ACTIVE

Crédit
9 mandats

GESTION PASSIVE

OAT Adossement
2 mandats

IG - Euro
5 mandats

IG - US
4 mandats

OVERLAY

2 mandats

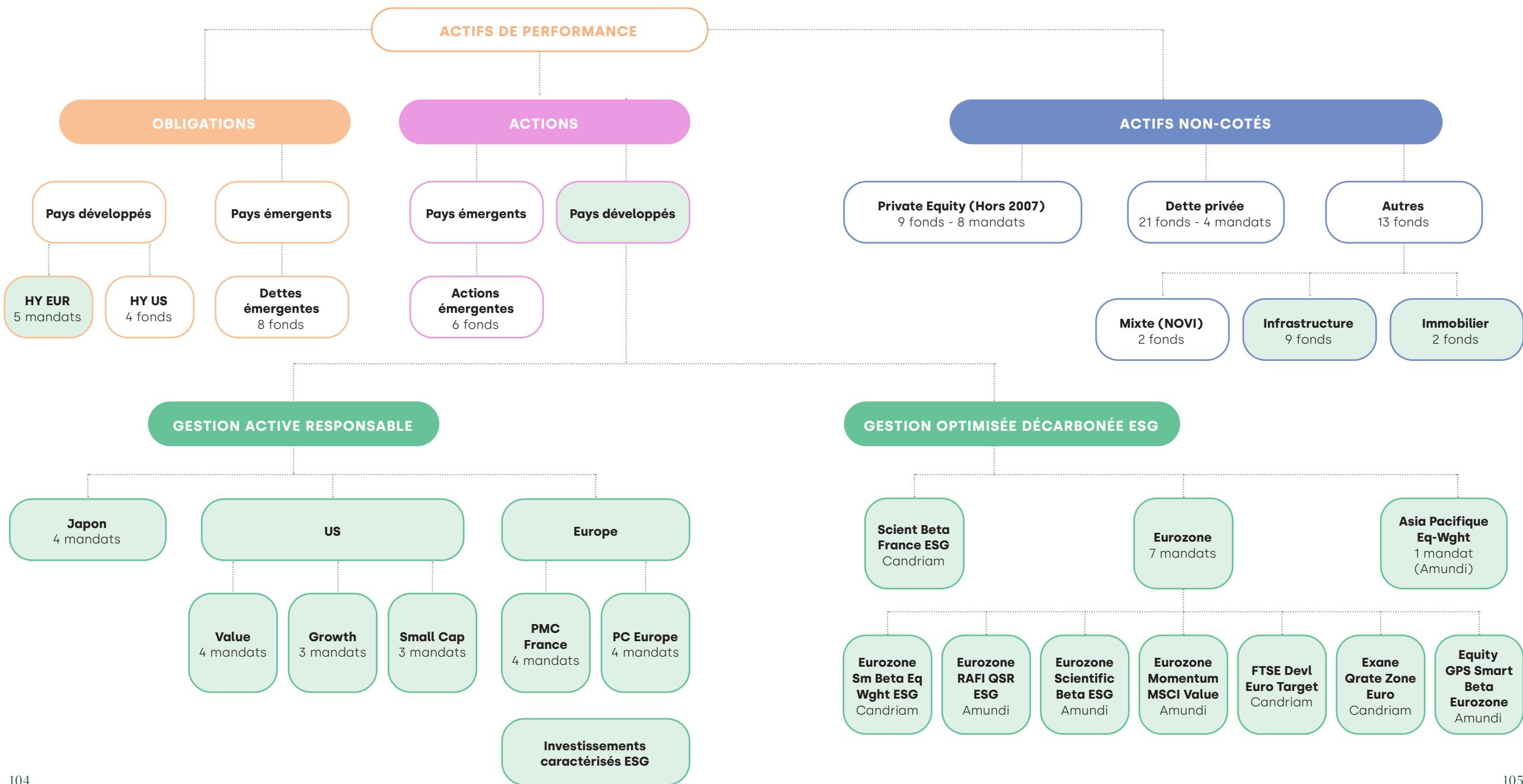
TRÉSORERIE

Compte de Collecte
Gestion directe

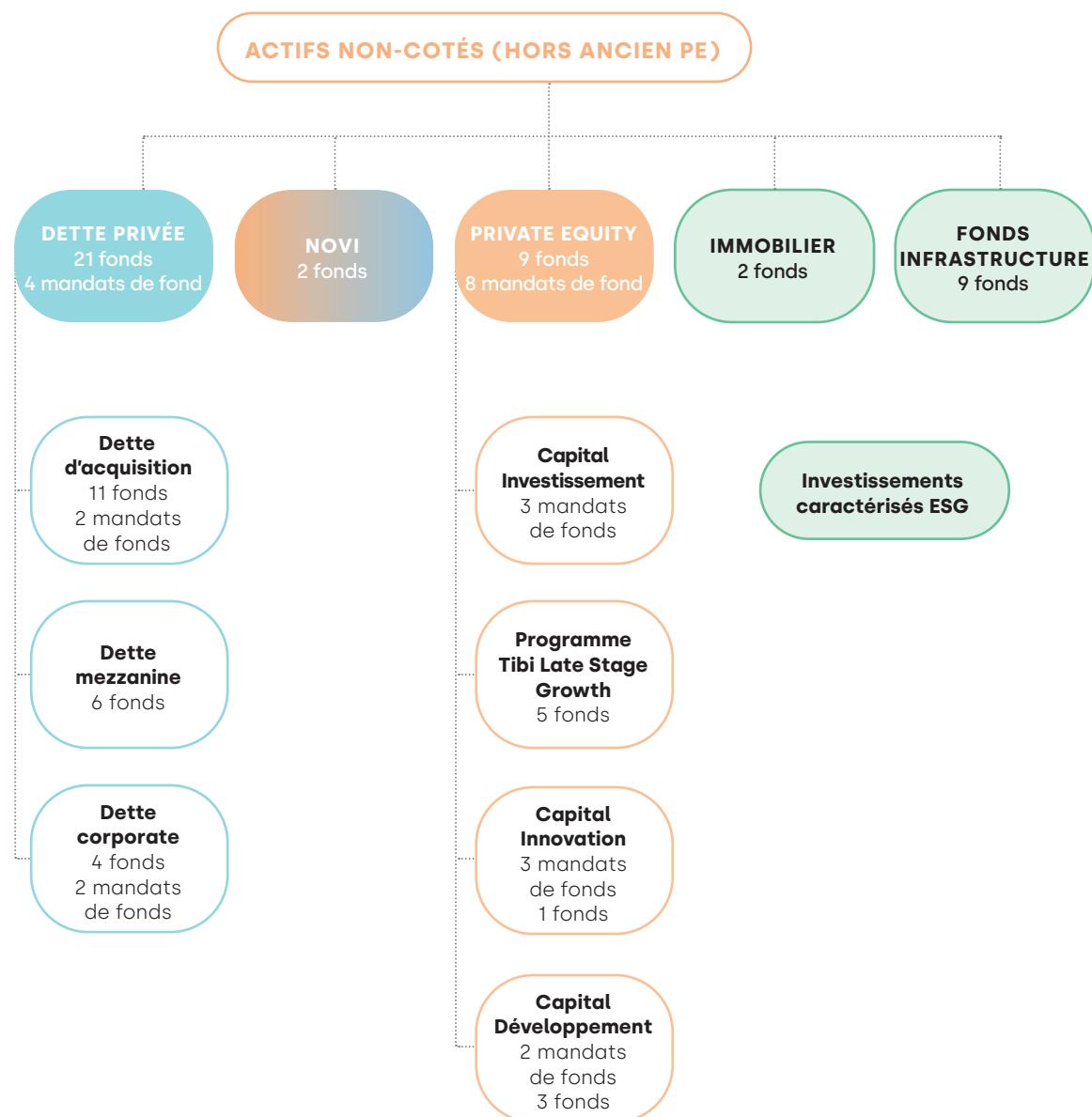
GESTION DE TRANSITION

2 mandats

 **Cartographie des actifs de performance au 31/12/2021
(Investissements physiques)**



 **Cartographie des investissements dans le non-coté
au 31/12/2021**





SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR

Sociétés gestionnaires du FRR au 31 décembre 2021

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)

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)
- Wells Fargo Securities International Limited (Wells Capital Management, Inc. – USA)

2015FRR02

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES - LOT 1 – PLACEMENTS PRIVÉS

- BNP Paribas Asset Management
- Schelcher Prince Gestion

2016FRR02

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES - LOT 2 – DETTES D'ACQUISITION

- Idinvest Partners
- Lyxor International Asset Management

2016FRR03

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - SÉLECTION DE FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- Ardian
- Swen Capital Partners
- LGT Capital Partners Limited

2016FRR05
MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – CAPITAL INNOVATION FRANCE

- Idinvest Partners
- Truffle Capital
- Omnes Capital

2017FRR02
MANDATS DE GESTION – ADOSSEMENT OAT

- AXA Investment Managers
- Amundi Asset Management

2017FRR03
MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - CAPITAL DÉVELOPPEMENT FRANCE

- LBO France
- ISATIS Capital

2017FRR05
GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- Blackrock Advisors (UK) Ltd
- Russell Implementation Services Ltd

2018FRR01
SÉLECTION DE PRESTATAIRE DE SERVICES JURIDIQUES

- Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
- Gide Loyrette Nouel

2018FRR02
MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS EUROPÉENNES

- JP Morgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.
- Fil Gestion
- BNP Paribas Asset Management France
- AXA Investment Managers Paris

2018FRR02
MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

- HSBC Global Asset Management
- BFT Investment Managers
- Amiral Gestion
- Sycomore Asset Management

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 1 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « VALUE »

- Amundi Asset Management
- Degroof Petercam Asset Management SA
- Lazard Frères Gestion
- T Rowe Price (Luxembourg) Management SARL

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « GROWTH »

- Davy Investment Fund Services Limited
- LEGG MASON Investments Ireland Ltd
- T Rowe Price (Luxembourg) Management SARL

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « PETITES CAPITALISATIONS »

- Aberdeen Standard Investments Ireland Limited
- BNP Paribas Asset management France
- Davy Investment Fund Services Limited

2019FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE – ACTIONS JAPONAISES

- BFT Investment Managers
- COMGEST
- Myria Asset Management
- Nomura Asset Management Europe KVG mbH (NAM Europe)

2019FRR02
MANDATS DE GESTION OVERLAY

- AXA Investment Managers Paris
- Russel Investments

2020FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 1 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN EUROS

- AXA Investment Managers Paris
- BFT Investment Managers – M&G Investments
- BFT Investment Managers – Union Investment Institutional GmbH
- Blackrock Netherlands B.V.
- DWS International GmbH

2020FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 2 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HAUT RENDEMENT ÉMISES EN EUROS

- Blackrock Netherlands B.V.
- Candriam Luxembourg
- Degroof Petercam Asset Management SA
- DWS International GmbH

 **Autres prestataires**

2018FRR06
SUPPORTS DE COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR

- Luciole

2019FRR03
PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES ET OPPORTUNITÉS EXTRA- FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 - ANALYSE DU PORTEFEUILLE ET FOURNITURE D'UNE BASE DE DONNÉES DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

- VIGEO EIRIS

PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES ET OPPORTUNITÉS EXTRA- FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 2 - ANALYSE DU PORTEFEUILLE ET FOURNITURE D'UNE BASE DE DONNÉES DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

- ISS Europe

2019FRR04
PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 – ÉVALUATION DES RISQUES CLIMATIQUES DU PORTEFEUILLE

- S&P Trucost

2019FRR04

**PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE
DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE
DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 2 –
CONTRIBUTION A LA TRANSITION
ÉNERGÉTIQUE**

- S&P Trucost

2019FRR04

**PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE
DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU
PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 3 – ANALYSE
DES IMPACTS ENVIRONNEMENTAUX ET
DES RISQUES PHYSIQUES**

- S&P Trucost

2020FRR02

COMMISSAIRES AUX COMPTES

- MAZARS SA
- GRANT THORNTON

**Appels d'offres en cours****2021FRR01**

**MANDATS DE GESTION ACTIVE
RESPONSABLE : RÉPLICATION D'INDICES
ACTIONS POUR UNE GESTION
COHÉRENTE AVEC L'ACCORD DE PARIS**

2021FRR02

**MANDATS DE GESTION ACTIVE
RESPONSABLE : OBLIGATIONS
D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ
ÉMISES EN DOLLARS**

2021FRR03

**MANDAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE
« GESTION DES OPÉRATIONS DE
TRANSITION »**

ÉLÉMENTS FINANCIERS



SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

Après un résultat 2020 positif de 722 millions d'euros, le résultat 2021 est également excédentaire de 1564 millions d'euros.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 25,9 milliards d'euros sur des niveaux équivalents aux 26 milliards d'euros relevés en 2020.

Les écarts d'estimation enregistrés au bilan, retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts positifs à 2,4 milliards d'euros au 31 décembre 2020, progressent de 200 millions d'euros pour s'inscrire à 2,6 milliards à la date de l'arrêté.

Après un résultat financier 2020 positif de 813,8 millions d'euros, le résultat financier 2021 est également excédentaire de 1648,7 millions d'euros.

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 451,3 millions d'euros contre 489,6 millions d'euros en 2020.

Les opérations de change dégagent un résultat négatif de 231,6 millions d'euros alors qu'il s'élevait à 389,4 millions d'euros au 31/12/2020.

Les instruments financiers à terme enregistrent un gain de 267,8 millions d'euros, contre une perte de 616,8 millions d'euros en 2020.

Les cessions d'instruments financiers dégagent un excédent de 1316,5 millions d'euros, contre 438,8 millions d'euros en 2020.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est négatif à 158,4 millions d'euros contre un résultat positif de 37,9 millions d'euros en 2020.

BILAN AU 31/12/2021

ACTIF			
	2021	2020	
	Brut	Amortissement	Net
ACTIF IMMOBILISÉ			
Immobilisations incorporelles			
Autres immobilisations incorporelles	6 461 882,44	-5 490 426,17	971 456,27
Immobilisations corporelles			
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	0,00
Total I	6 474 594,75	-5 503 138,48	971 456,27
ACTIF CIRCULANT			
Créances d'exploitation			
Créances diverses			
Instruments financiers	18 965 130,81		18 965 130,81
Opérations de change	7 339 457 255,04		7 339 457 255,04
Instruments financiers à terme	291 155 456,31		250 019 043,11
Instruments financiers			
Actions et valeurs assimilées	7 528 255 634,93		7 805 680 241,96
Obligations et valeurs assimilées	11 184 599 372,66		11 184 599 372,66
Titres de créances négociables	520 342 123,53		601 049 812,33
Organismes de placements collectifs	6 119 129 430,36		6 482 074 592,68
Disponibilités	576 576 539,44		739 152 632,07
Charges constatées d'avance	1 039 565,02		475 388,25
Total II	33 579 523 008,10	0,00	33 579 523 008,10
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	33 585 997 602,85	-5 503 138,48	33 580 494 464,37
			34 369 131 936,70

PASSIF			
	2021	2020	
CAPITAUX PROPRES			
Dotations			1 742 655 311,70
Réserves			722 543 052,97
Écart d'estimation			2 655 746 352,59
Résultat de l'exercice			1 563 780 179,09
Total I			6 684 724 896,35
DETTES			
Dettes financières			
Dette CADES - 1 an			2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an			17 250 000 000,00
Dettes d'exploitation			63 193 796,44
Dettes diverses			
Instruments financiers			8 888 670,88
Opérations de change			7 433 160 830,53
Instruments financiers à terme			40 526 270,17
Produits constatés d'avance			0,00
Total II			26 895 769 568,02
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)			33 580 494 464,37
			34 369 131 936,70

COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2021

CHARGES		
	2021	2020
CHARGES D'EXPLOITATION		
Services extérieurs	84 041 643,06	93 068 807,45
Rémunération sociétés de gestion	60 528 798,53	
Gestion administrative CDC	20 340 270,00	
Autres	3 172 574,53	
Impôts et taxes et versements assimilés	89 484,55	84 035,47
Taxe sur les salaires	89 484,55	
Charges de personnel	1 008 582,00	948 049,56
Salaires et traitements	748 764,48	
Charges sociales	259 817,52	
Dotations aux amortissements	297 434,00	312 469,00
Dotations aux amortissements	297 434,00	
Total I	85 437 143,61	85 437 143,61
		94 413 361,48
CHARGES FINANCIÈRES		
Charges financières	1 282 478 997,05	3 372 078 006,33
Pertes de change	490 867 750,46	
Charges sur instruments financiers à terme	156 251 795,08	
Charges sur cession d'instruments financiers	278 197 266,52	
Charges sur options	353 136 690,32	
Autres charges financières	4 025 494,67	
Total II	1 282 478 997,05	1 282 478 997,05
		3 372 078 006,33
CHARGES EXCEPTIONNELLES		
Charges exceptionnelles	0,00	0,00
Sur opérations de gestion	0,00	
Total III	0,00	0,00
Résultat de l'exercice	1 563 780 179,09	722 543 052,97
TOTAL GÉNÉRAL	2 931 696 319,75	4 189 034 420,78

PRODUITS		
	2021	2020
PRODUITS D'EXPLOITATION		
Services extérieurs	462 258,61	3 050 194,84
Autres	462 258,61	
Total I	462 258,61	462 258,61
		3 050 194,84
PRODUITS FINANCIERS		
Produits financiers	2 931 192 095,30	4 185 864 602,78
Revenus	451 346 821,53	
Gains de change	259 302 438,66	
Produits sur instruments financiers à terme	424 027 917,47	
Produits sur cession d'instruments financiers	1 594 681 519,09	
Produits sur options	194 734 263,50	
Autres produits financiers	7 099 135,05	
Total II	2 931 192 095,30	2 931 192 095,30
		4 185 864 602,78
PRODUITS EXCEPTIONNELS		
Produits exceptionnels	41 965,84	119 623,16
Sur opérations de gestion	41 965,84	
Total III	41 965,84	41 965,84
		119 623,16
TOTAL GÉNÉRAL	2 931 696 319,75	4 189 034 420,78

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2021

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° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 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 contrevalue 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 OPC d'actifs non cotés 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/déport initial et par la valorisation de la position devise au taux de change WM/Reuters closing spot rates.

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

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

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

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 3 ans. Les immobilisations incorporelles essentiellement liées au droit d'utilisation du logiciel SPIRRIS et aux maintenances associées, sont amorties linéairement sur 5 ans.

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. Cette rémunération est acquise 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 « Crées » et « Dettes liées aux instruments financiers » regroupent les opérations sur les instruments financiers 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 « Crées » 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 « Crées » 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 OPC d'actifs non cotés. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les OPC d'actifs non cotés.

- 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 » qui correspondent au solde des abondements reçus par le FRR depuis sa création en 1999, minorées des sommes affectées à la CADES,
 - Les « Réerves » qui représentent le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création, diminuées des sommes affectées à la dette CADES,
 - Les « Écarts d'estimation » qui représentent les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêté,
 - Le résultat de l'exercice.

Faits marquants

Pour mémoire, la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004-803 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, comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette, a été soldée et remboursée le 31/07/2020, en application de la loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie.

La « Dette CADES » est présentée en « dette à moins d'un an » et en « dette à plus d'un an ». La loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie dispose par ailleurs qu'à compter de 2025 le FRR verse chaque année à la CADES, 1,45 milliard d'euros au titre du financement de l'amortissement de la dette sociale.

La dette complémentaire de 13 050 000 000 € est enregistrée au bilan du FRR en « dette à plus d'un an » par apurement des postes « réserves » et « dotations » des capitaux propres.

Les comptes du FRR ont été établis et arrêtés sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée à la Covid. Ce contexte n'a pas entraîné la modification des méthodes de valorisation pour la clôture du 31 décembre 2021 et n'a pas impacté le dispositif de contrôle interne.

Compléments d'informations relatifs à l'actif

Immobilisations

TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	IMMOBILISATIONS			
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice
Immobilisations incorporelles	6 060 266,44	400 616,00	0,00	6 460 882,44
Prise de participation	0,00	1 000,00	0,00	1 000,00
I Total	6 060 266,44	401 616,00	0,00	6 461 882,44
Immobilisations corporelles	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
II Total	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
Total général	6 072 978,75	401 616,00	0,00	6 474 594,75

AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	Valeur nette comptable
Immobilisations incorporelles	-5 192 992,17	-297 434,00	0,00	-5 490 426,17	970 456,27
Prise de participation	0,00	0,00	0,00	0,00	1 000,00
I Total	-5 192 992,17	-297 434,00	0,00	-5 490 426,17	971 456,27
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
II Total	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
Total général	-5 205 704,48	-297 434,00	0,00	-5 503 138,48	971 456,27

Créances liées à la gestion financière

Créances	31/12/2021
Liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	4 289 099,22
Ventes en attente de règlement	13 422 668,31
Commissions / ristournes à recevoir	1 253 363,28
Total	18 965 130,81
Liées aux opérations de change	
Achats à terme	127 797 725,20
Devises à recevoir à terme	7 190 448 879,95
Devises à recevoir au comptant	9 557 153,42
Déport	11 653 496,47
Total	7 339 457 255,04
Liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	256 030 328,73
Marge à recevoir	1 194 220,06
Prime sur option	33 930 907,52
Total	291 155 456,31

Instruments financiers

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2020				
	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	6 732 122 643,24	1 073 557 598,72		7 805 680 241,96
Obligations	10 262 674 988,01	102 828 314,97	86 795 007,81	10 452 298 310,79
TCN	604 613 399,30	-3 567 551,41	3 964,44	601 049 812,33
Organismes de placements collectifs	5 506 903 787,00	975 170 805,68		6 482 074 592,68
OPCVM	4 855 572 871,56	919 306 976,47		5 774 879 848,03
Autres OPC	651 330 915,44	55 863 829,21		707 194 744,65
Fonds de Capital Investissement		66 188 086,47		66 188 086,47
OPC d'actifs non cotés	651 330 915,44	-10 324 257,26		641 006 658,18
Total	23 106 314 817,55	2 147 989 167,96	86 798 972,25	25 341 102 957,76
PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2020				
	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	6 001 524 761,09	1 526 730 873,84		7 528 255 634,93
Obligations	11 210 111 698,90	-123 733 735,31	98 221 409,07	11 184 599 372,66
TCN	520 550 000,00	-207 876,47		520 342 123,53
Organismes de placements collectifs	4 930 323 321,93	1 188 806 108,43		6 119 129 430,36
OPCVM	4 340 268 012,84	1 138 982 898,72		5 479 250 911,56
Autres OPC	590 055 309,09	49 823 209,71		639 878 518,80
Fonds de Capital Investissement	0,00	60 250 127,52		60 250 127,52
OPC d'actifs non cotés	590 055 309,09	-10 426 917,81		579 628 391,28
Total	22 662 509 781,92	2 591 595 370,49	98 221 409,07	25 352 326 561,48

	31/12/2020	31/12/2021
Actions	7 805 680 241,96	7 528 255 634,93
Obligations	10 452 298 310,79	11 184 599 372,66
TCN	601 049 812,33	520 342 123,53
Organismes de placements collectifs	6 482 074 592,68	6 119 129 430,36
OPCVM	5 774 879 848,03	5 479 250 911,56
Autres OPC	707 194 744,65	639 878 518,80
Fonds de Capital Investissement	66 188 086,47	60 250 127,52
OPC d'actifs non cotés	641 006 658,18	579 628 391,28
Total	25 341 102 957,76	25 352 326 561,48

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2020	31/12/2021
< 3 mois	4,46 %	2,15 %
> 3 mois < 1 an	2,97 %	4,22 %
1 à 3 ans	14,59 %	16,69 %
3 à 5 ans	22,07 %	25,00 %
5 à 7 ans	20,43 %	19,96 %
7 à 10 ans	19,21 %	18,16 %
10 à 15 ans	10,88 %	7,31 %
> 15 ans	5,38 %	6,50 %
100,00 %		100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2020	31/12/2021
Taux fixe	91,63 %	93,46 %
Taux indexé	0,04 %	0,01 %
Taux variable	8,33 %	6,53 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

1. Dont Exchange Traded Funds.

2. Organismes de placements collectifs d'actifs non cotés

3. Limited Partnership : Fonds de capital investissement

4. IPA : Intérêts perçus d'avance

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Actions			
Européennes zone euro	4 135 649 427,26		4 135 649 427,26
Européennes hors zone euro	570 610 289,97		570 610 289,97
Amérique	1 865 559 720,60		1 865 559 720,60
Asie hors Japon	202 248 337,57		202 248 337,57
Japon	754 187 859,53		754 187 859,53
	7 528 255 634,93		7 528 255 634,93
Obligations			
Européennes zone euro	8 079 603 673,34		8 079 603 673,34
Amérique	3 104 995 699,32		3 104 995 699,32
	11 184 599 372,66		11 184 599 372,66
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	521 381 688,55	-1 039 565,02	520 342 123,53
Amérique			
	521 381 688,55	-1 039 565,02	520 342 123,53
Organismes de placements collectifs			
OPCVM			
Européens zone euro	2 980 898 655,77		2 980 898 655,77
Européens hors zone euro	0,00		0,00
Amérique	2 498 352 255,79		2 498 352 255,79
	5 479 250 911,56		5 479 250 911,56
Autres OPC			
Fonds de capital investissement			
Europe	54 764 831,95		54 764 831,95
Amérique	5 485 295,57		5 485 295,57
	60 250 127,52		60 250 127,52
OPC d'actifs non cotés			
Europe	579 628 391,28		579 628 391,28
	579 628 391,28		579 628 391,28
	639 878 518,80		639 878 518,80
	6 119 129 430,36		6 119 129 430,36
	TOTAL GÉNÉRAL	-1 039 565,02	25 352 326 561,48

FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

	Panthéon Ventures	Access Capital Partners	Antin Infrastructures	Total	
Engagements à l'origine	EUR				
Engagements à la date d'arrêté	EUR				
Solde de l'exercice précédent	EUR				
Versements de la période (appels de fonds)	EUR				
Distribution d'avoirs	EUR				
Solde à la date d'arrêté	EUR				
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	35 235 247	19 489 162	40 423	54 764 832
		NBEL¹	Axa IM Private Equity Europe	Total	
Engagements à l'origine	USD				
Engagements à la date d'arrêté	USD				
Solde de l'exercice précédent	USD				
Versements de la période (appels de fonds)	USD				
Distribution d'avoirs	USD				
Solde à la date d'arrêté	USD				
Valorisation à la date d'arrêté	USD	4 921 905	1 315 973	6 237 878	
		NBEL	Axa IM Private Equity Europe	Total	
Engagements à l'origine	EUR				
Engagements à la date d'arrêté	EUR ²				
Solde de l'exercice précédent	EUR ²				
Versements de la période (appels de fonds)	EUR ³				
Distribution d'avoirs	EUR ³				
Solde à la date d'arrêté ⁷	EUR				
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	4 328 091	1 157 205	5 485 296	
		Total engagements initiaux (EUR)	1 617 578 486		
		Total versements nets sur la période (EUR)	-23 619 723		
		Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)	60 250 128		

1. Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brother Int. Europe.

2. Sur la base d'une parité \$ vs € en date d'opération.

3. 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 PLACEMENTS COLLECTIFS D'ACTIFS NON COTÉS

Fonds	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période		Valeur Bilan Ex. n	Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs			
Idinvest Dette Séniior "IDS"								
FCT NOVO 1								
FCT NOVO 2								
Idinvest Dette Senior 2 "IDS 2"								
Tikehau Corporate Leverage'd Loan Fund								
CM-CIC DEBT FUND 1								
Idinvest Dette Senior 3 "IDS3"								
CEREA DETTE COMPARTIMENT A								
FCT SPÉCIALEANCES 2016								
CM-CIC DEBT FUND 2								
LYXOR FRR DETTE PRIVEE France								
TIKEHAU DIRECT LENDING IV								
CEREA DETTE II								
ACTOMEZZ IV								
CIC Mezzanine Unitranche Financing 5								
Sous-total (506 300)	1 075 000 000		1151 000 000	126 488 879	651 330 916	81 052 034	-142 327 640	590 056 309
FPs Immo Durable								
Fonds Nouvel investissement 1 NOVI 1								
Fonds Nouvel investissement 2 NOVI 2								
BNP PARIBAS FPS FPE								
MERIDIAM TRANSITION FIPS								
CAPENERGIE 3								
Quercer European Infrastructure Fund								
FCT SPG FRR Dette Privée France								
BNPP AM FRR Dette Privée France								
SLP Idinvest FRR Dette Privée France								
FPS LGT FOF FRR CI FR S.L.P								
Truffel Innov FRR								
FCPI/INVEST INNOV FRR France								
OMNES INNOV FRR France								
BROWNFIELDS 3								
LBO France CAPDEV FRR France FCPI								
ISATIS CAPDEV FRR France								
InfraGreen III								
MIROVA EUROFIDEME 4								
Idinvest SME Industrial Assets								
Crown European Private Debt II S.C.Sp								
Sous-total	2 155 690 000		2 287 400 000		678 707 019	1 340 439 121	243 547 972	-172 221 497
								1 411 765 602
								1 664 470 340

Fonds	Engagements d'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période			Valeur Bilan Ex. n-1	Valeur Bilan Ex. n	Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs	Valeur Bilan Ex. n-1				
Report Sous-Total page précédente	2 155 690 000	2 287 400 000	678 707 019	1 340 439 121	243 547 972	-172 221 497	1 411 765 602	631 618 519	1 664 470 340	
Infragreen IV										
Indigo Capital II										
QUAERO EUROPEAN INFRASTRUCTURE										
Swen Impact Fund For Transition										
Nov Tourisme										
Jeito SLP										
SERENA III										
PARTECH GROWTH II										
Middle Market Fund 6										
Nov santé										
Jolt Capital IV										
Sofinnova Crossover I										
Cap2a5 Flexequity										
Eurazeo Growth Fund III										
Acto Heritage										
Sous-Total (508 100)	2 760 190 000	2 931 900 000	914 531 409	1 414 138 997	438 101 206	-181 104 867	1 671 135 342	1 017 921 174	1 948 610 463	
Total	3 815 190 000	4 082 900 000	1 041 020 288	2 065 469 912	519 153 240	-323 432 507	2 261 190 651	1 081 234 600	2 628 238 854	

Disponibilités

Devises	Total
AUD	609 693,84
CAD	86,96
CHF	457 068,91
DKK	494 742,94
EUR	392 666 919,28
GBP	1 707 558,16
HKD	211 728,52
JPY	10 189 107,45
NOK	423 475,69
NZD	71 821,67
SEK	1 115 656,94
SGD	304 874,38
USD	168 323 804,70
Total	576 576 539,44

Compléments d'informations relatifs au passif

Évolution des capitaux permanents

Capitaux propres	31/12/2020	Affectation résultat 2020	Résultat 2021	[+]	[-]	31/12/2021
Dotations	1 742 655 311,70					
Réserves	0,00	722 543 052,97				
Écarts d'estimation	2 426 125 791,43			229 620 561,16		
Résultat de l'exercice	722 543 052,97	-722 543 052,97	1 563 780 179,09			
Sous-Total	4 891 324 156,10		0,00	1 563 780 179,09	229 620 561,16	0,00
						6 684 724 896,35

Dettes long terme

	31/12/2020	31/12/2021
CADES + 1 an	19 350 000 000,00	2 100 000 000,00
Sous-Total	19 350 000 000,00	0,00

Total capitaux permanents	0,00	1 563 780 179,09	229 620 561,16	2 100 000 000,00	23 934 724 896,35
---------------------------	------	------------------	----------------	------------------	-------------------

Résultats des derniers exercices

	2018	2019	2020	2021	
Résultats de l'exercice	945 248 881,15	841 482 768,05	722 543 052,97	1 563 780 179,09	

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

Dettes

Échéancier des dettes

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	Dont 1 à 5 ans	Dont + de 5 ans	
Dette CADES	19 350 000 000,00	2 100 000 000,00	17 250 000 000,00	8 550 000 000,00	8 700 000 000,00	
Dettes d'exploitation	63 193 796,44	63 193 796,44				
Dettes liées aux instruments financiers	8 888 670,88	8 888 670,88				
Dettes liées aux opérations de change	7 433 160 830,53	7 433 160 830,53				
Dettes liées aux instruments financiers à terme	40 526 270,17	40 526 270,17				
	26 895 769 568,02	9 645 769 568,02	17 250 000 000,00	8 550 000 000,00	8 700 000 000,00	

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes	31/12/2021
Liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	8 888 670,88
Total	8 888 670,88
Liées aux opérations de change	
Ventes à terme	7 295 280 157,71
Devises à livrer à terme	128 092 713,21
Devises à livrer au comptant	9 591 828,36
Report	196 131,25
Total	7 433 160 830,53
Liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	2 113 821,86
Prime sur options	38 412 448,31
Total	40 526 270,17

Produits constatés d'avance

Les produits constatés d'avance s'élèvent à **1 039 565,02 €**. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables dont les taux sont négatifs. Ils sont présentés au poste « Charges constatées d'avance » du bilan.

Compléments d'information relatifs au compte de résultat

CHARGES D'EXPLOITATION

	Montant
Services Extérieurs	84 041 643,06
Gestion Administrative (Caisse des dépôts et consignations)	20 340 270,00
Rémunération des sociétés d'investissement	60 528 798,53
Autres services extérieurs	3 172 574,53
Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme	2 199 058,97
Impôts et taxes	89 484,55
Personnel	1 008 582,00
Amortissements	297 434,00
Total	85 437 143,61
 PRODUITS D'EXPLOITATION	
	Montant
Services Extérieurs	462 258,61
Autres services extérieurs	462 258,61

TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

TABLEAU DES EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATÉGORIE					
Catégorie	CDI	CDD	Intérim	Autres	Total
Direction	2				2
Cadres	1	1			2
Employés	4				4
Total	7	1			8
Autres ⁴				2	

4. Agent Comptable et Présidente du Conseil de Surveillance.

Engagements hors bilan

CONTRATS DE CHANGE À TERME				
Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	90 866 210,45	1,26 %	1 355 047,88	1,06 %
CAD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
CHF	71 897 346,55	1,00 %	8 233 837,68	6,43 %
DKK	14 668 868,84	0,20 %	35 204,32	0,03 %
GBP	298 198 677,81	4,15 %	12 229 983,29	9,55 %
HKD	55 990 930,04	0,78 %	1 777 093,20	1,39 %
JPY	726 589 671,83	10,10 %	34 254 453,77	26,74 %
NOK	30 695 624,48	0,43 %	0,00	0,00 %
NZD	14 012 321,99	0,19 %	462 653,91	0,36 %
SEK	109 727 459,33	1,53 %	2 505 382,15	1,96 %
SGD	26 597 171,57	0,37 %	1 099 544,96	0,86 %
USD	5 751 204 597,06	79,98 %	66 139 512,05	51,63 %
Total	7 190 448 879,95	100,00 %	128 092 713,21	100,00 %

TITRES ET ESPÈCES EN DEPOSIT AU 31/12/2021				
Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	102 347,00	64 586,31	65 432,98
DG.EUR	DEPOSIT EUR	19 500,60	19 500,60	19 500,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	130 006,50	130 006,50	130 006,50
DG.EUR	DEPOSIT EUR	91 003,90	91 003,90	91 003,90
DG.EUR	DEPOSIT EUR	84 695 553,21	84 695 553,21	84 695 553,21
DG.EUR	DEPOSIT EUR	110 505,10	110 505,10	110 505,10
DG.EUR	DEPOSIT EUR	316 399,80	316 399,80	316 399,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	469 126,40	469 126,40	469 126,40
DG.EUR	DEPOSIT EUR	253 428,70	253 428,70	253 428,70
DG.EUR	DEPOSIT EUR	42 684,70	42 684,70	42 684,70
DG.EUR	DEPOSIT EUR	445 394,30	445 394,30	445 394,30
DG.HKD	DEPOSIT HKD	385 700,00	42 032,28	43 503,51
DG.JPY	DEPOSIT JPY	11 748 000,00	89 843,75	89 710,71
DG.SGD	DEPOSIT SGD	16 940,00	10 753,05	11 049,50
DG.USD	DEPOSIT USD	563 585,00	494 633,07	495 590,04
DG.USD	DEPOSIT USD	492 798,00	425 330,94	433 343,29
DG.USD	DEPOSIT USD	113 915 410,40	98 145 678,60	100 171 834,68
DG.USD	DEPOSIT USD	77 495 927,80	65 782 513,77	68 146 260,81
		251 628 974,98	256 030 328,73	

AUTRES ENGAGEMENTS

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

Futures sur change

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
EC0322	CHI FUTUR EUR/U 0322	USD	771,00	1,14	96 633 480,25
ECJPY0322	CHI EURO/JPY 0322	JPY	15,00	131,09	1 876 943,65
98 510 423,91					

Futures sur indices

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
AP0322	SYD FUTURE SPI2 0322	AUD	7,00	7 347,00	821 995,97
FCE0122	Mar CAC40 0122	EUR	5 308,00	7 143,00	379 150 440,00
FDAX0322	EUR FUTURE DAX 0322	EUR	481,00	15 856,00	190 668 400,00
FESX0322	EUR DJ EURO STO 0322	EUR	8 974,00	4 287,50	384 760 250,00
FESX0322	EUR DJ EURO STO 0322	EUR	6,00	4 287,50	257 250,00
FESX0322	EUR DJ EURO STO 0322	EUR	40,00	4 287,50	1 715 000,00
FESX0322	EUR DJ EURO STO 0322	EUR	28,00	4 287,50	1 200 500,00
FESX0322	EUR DJ EURO STO 0322	EUR	34,00	4 287,50	1 457 750,00
FMCE_FA0322	EUR EURO STOXX 0322	EUR	1 618,00	539,20	43 621 280,00
FTI0122	Mar FUTURE AEX 0122	EUR	1 899,00	797,69	302 962 662,00
HSI0122	HKF HANG SENG I 0122	HKD	4,00	23 451,00	529 012,68
IX0122	MEF IBEX 35 0122	EUR	348,00	8 684,40	30 221 712,00
SG_FQ0122	MSCI SINGAPORE	SGD	11,00	340,15	244 057,79
SPMIB0322	ITA SPMIB INDEX 0322	EUR	870,00	27 248,00	118 528 800,00
1 456 139 110,45					

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
EMD0322	CHI FUTURE SPI4 0322	USD	-85,00	2 837,70	21 210 385,16
ES0322	CHI FUTUR SPMIN 0322	USD	-890,00	4 758,50	186 205 812,51
RTY_FG0322	CHI E MINI RUSS 0322	USD	-498,00	2 242,80	49 108 090,04
TP0322	OSA TOPIX 0322	JPY	-11,00	1 992,00	1 673 256,11
258 197 543,82					

Futures sur taux

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FBTP0322	EUR EURO BTP FU 0322	EUR	23,00	147,01	3 381 230,00
FGBL0322	EUR EURO BUND F 0322	EUR	72,00	171,37	12 338 640,00
FGBL0322	EUR EURO BUND F 0322	EUR	140,00	171,37	23 991 800,00
FGBM0322	EUR EURO BOBL F 0322	EUR	588,00	133,24	78 345 120,00
TN0322	CBO ULTRA NOTE 0322	USD	216,00	146,44	27 814 368,62
US0322	CBO FUTURE BOND 0322	USD	27,00	160,44	3 809 191,43
					149 680 350,06

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FGBL0322	EUR EURO BUND F 0322	EUR	-100,00	171,37	17 137 000,00
FGBL0322	EUR EURO BUND F 0322	EUR	-143,00	171,37	24 505 910,00
FGBS0322	EUR EURO SCHATZ 0322	EUR	-142,00	112,03	15 908 260,00
FGBS0322	EUR EURO SCHATZ 0322	EUR	-338,00	112,03	37 866 140,00
FGBX0322	EUR FUTURE EURO 0322	EUR	-97,00	206,74	20 053 780,00
FGBX0322	EUR FUTURE EURO 0322	EUR	-20,00	206,74	4 134 800,00
FV0322	CBO UST NOTE 5 0322	USD	-146,00	120,98	15 531 436,86
FV0322	CBO UST NOTE 5 0322	USD	-182,00	120,98	19 361 106,22
TN0322	CBO ULTRA NOTE 0322	USD	-154,00	146,44	19 830 614,67
TU0322	CBO 2 Y US TRES 0322	USD	-22,00	109,08	4 220 640,61
TY0322	CBO T NOTE US 1 0322	USD	-39,00	130,47	4 474 394,35
					183 024 082,71

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0322C-1	EURO STOXX 50 C 2203 4450,00	-14 171,00	4 450,00	4 298,41	0,296	0,3	-180 301 793,61
OSPX0322C-1	S&P 500 C 2203 4875,00	-520,00	4 875,00	4 766,18	0,360	0,372	-78 458 397,79
OSPX0322C-2	S&P 500 C 2203 4825,00	-512,00	4 825,00	4 766,18	0,430	0,426	-92 272 440,48
OSPX0322C-3	S&P 500 C 2203 4850,00	-520,00	4 850,00	4 766,18	0,395	0,392	-86 086 297,58
OSPX0322C-4	S&P 500 C 2203 5010,00	-1 164,00	5 010,00	4 766,18	0,184	0,195	-89 764 454,09
Total en valeur absolue							526 883 383,55

OPTIONS DE VENTE SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0322P-1	EURO STOXX 50 P 2203 4100,00	14 171,00	4 100,00	4 298,41	-0,297	-0,294	-180 910 921,29
OESX0322P-2	EURO STOXX 50 P 2203 3825,00	-14 171,00	3 825,00	4 298,41	-0,148	-0,149	90 150 896,80
OESX0322P-3	EURO STOXX 50 P 2203 3725,00	-14 176,00	3 725,00	4 298,41	-0,117	-0,228	71 293 084,39
OESX0322P-4	EURO STOXX 50 P 2203 4025,00	14 176,00	4 025,00	4 298,41	-0,244	-0,262	-148 679 594,79
OSPX0322P-1	S&P 500 P 2203 4050,00	-520,00	4 050,00	4 766,18	-0,089	-0,086	19 396 659,45
OSPX0322P-2	S&P 500 P 2203 4325,00	520,00	4 325,00	4 766,18	-0,167	-0,166	-36 395 978,98
OSPX0322P-3	S&P 500 P 2203 4025,00	-520,00	4 025,00	4 766,18	-0,084	-0,082	18 306 959,49
OSPX0322P-4	S&P 500 P 2203 4000,00	-512,00	4 000,00	4 766,18	-0,079	-0,079	16 952 378,60
OSPX0322P-5	S&P 500 P 2203 4275,00	512,00	4 275,00	4 766,18	-0,148	-0,151	-31 758 886,49
OSPX0322P-6	S&P 500 P 2203 4300,00	-1 164,00	4 300,00	4 766,18	-0,157	-0,16	76 592 496,15
OSPX0322P-6	S&P 500 P 2203 4300,00	520,00	4 300,00	4 766,18	-0,157	-0,16	-34 216 579,04
OSPX0322P-7	S&P 500 P 2203 4560,00	1 164,00	4 560,00	4 766,18	-0,294	-0,283	-143 427 986,43
Total en valeur absolue							868 082 421,90

RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

mazars

61, rue Henri Regnault
92075 Paris La Défense Cedex

 **Grant Thornton**

29, rue du Pont
92578 Neuilly-sur-Seine Cedex

Fonds de Réserve pour les Retraites

56, rue de Lille – 75007 Paris

**Rapport des Commissaires aux
Comptes sur les comptes annuels**

Exercice clos le 31 décembre 2021

Fonds de Réserve pour les Retraites

56, rue de Lille
75007 Paris

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES SUR LES COMPTES ANNUELS

Exercice clos le 31 décembre 2021

Aux membres du Conseil de Surveillance,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2021, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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 de Réserve pour les Retraites à la fin de cet exercice.

Fondement de l'opinion

Référentiel d'audit

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont indiquées dans la partie « Responsabilités des Commissaires aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels » du présent rapport.

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1^{er} janvier 2021 à la date d'émission de notre rapport.

Justification des appréciations

La crise mondiale liée à la pandémie de COVID-19 crée des conditions particulières pour la préparation et l'audit des comptes de cet exercice. En effet, cette crise et les mesures exceptionnelles prises dans le cadre de l'état d'urgence sanitaire induisent de multiples conséquences pour les entreprises, particulièrement sur leur activité et leur financement, ainsi que des incertitudes accrues sur leurs perspectives d'avenir. Certaines de ces mesures, telles que les restrictions de déplacement et le travail à distance, ont également eu une incidence sur l'organisation interne des entreprises et sur les modalités de mise en œuvre des audits.

C'est dans ce contexte complexe et évolutif que, en application des dispositions des articles L.823-9 et R.823-7 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les appréciations suivantes qui, selon notre jugement professionnel, ont été les plus importantes pour l'audit des comptes annuels de l'exercice.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble et de la formation de notre opinion exprimée ci-avant. Nous n'exprimons pas d'opinion sur des éléments de ces comptes annuels pris isolément.

Comme il est précisé à la note 1 de l'annexe des comptes « Règles et méthodes comptables utilisées », les comptes sont établis selon les principes et méthodes du plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis CNC n°2003-07 du 24 juin 2003 modifié par l'avis n°2008-10 du 5 juin 2008 relatif à la comptabilisation des instruments financiers du Fonds de Réserve pour les Retraites.

Dans le cadre de notre appréciation des règles et méthodes comptables suivies par votre Etablissement, en particulier de 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.

Vérifications spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par les textes légaux et réglementaires.

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 du Directoire et dans les autres documents sur la situation financière et les comptes annuels adressés aux membres du Conseil de Surveillance.

Responsabilités de la direction et des personnes constituant le gouvernement d'entreprise relatives aux comptes annuels

Il appartient à la direction d'établir des comptes annuels présentant une image fidèle conformément aux règles et principes comptables français ainsi que de mettre en place le contrôle interne qu'elle estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à la direction d'évaluer la capacité du Fonds de Réserve pour les Retraites à poursuivre son exploitation, de présenter dans ces comptes, le cas échéant, les informations nécessaires relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer la convention comptable de continuité d'exploitation, sauf s'il est prévu de liquider le Fonds ou de cesser son activité.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le Directoire.

Responsabilités des Commissaires aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels

Il nous appartient d'établir un rapport sur les comptes annuels. Notre objectif est d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, sans toutefois garantir qu'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel permet de systématiquement détecter toute anomalie significative. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes prennent en se fondant sur ceux-ci.

Comme précisé par l'article L.823-10-1 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion de l'Etablissement.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, le commissaire aux comptes exerce son jugement professionnel tout au long de cet audit. En outre :

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;
- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la direction de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité de l'Etablissement à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier ;

- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 9 mars 2022

GRANT THORNTON



Leslie FITOUSSI



Brigitte VAIRA-BETTENCOURT

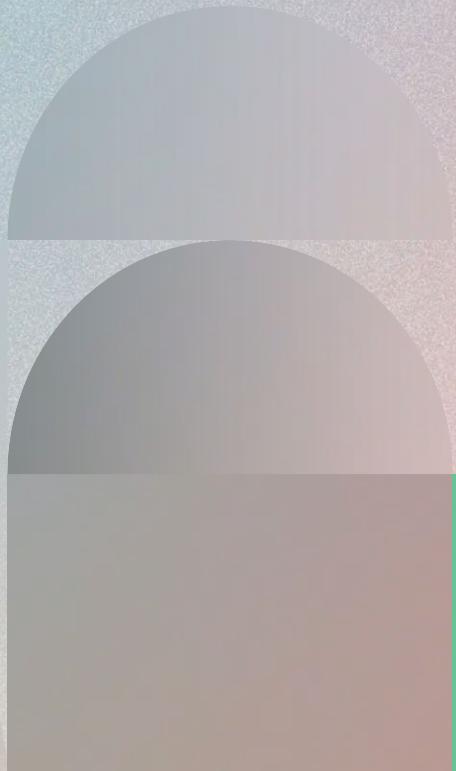
MAZARS



Gilles DUNAND ROUX



François LEMBEZAT



Fonds de Réserve pour les Retraites
- 56 rue de Lille 75007, Paris -
www.fondsdereserve.fr