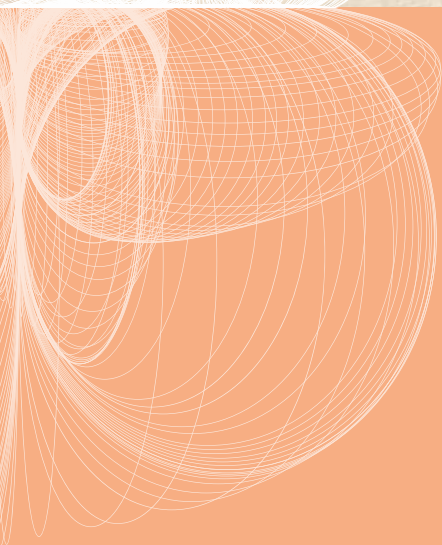




R A P P O R T

A N N U E L





Investir pour  
créer de la  
valeur durable  
au service  
des grands  
enjeux publics  
de demain

# Sommaire

## PRÉAMBULE

Le mot de la Présidente du Conseil de Surveillance et du Directoire	04
2023 en chiffres	08

## RETOUR SUR L'ANNÉE

<b>PARTIE 1</b> Le FRR dans son environnement économique	10
<b>PARTIE 2</b> Un portefeuille diversifié pour maîtriser les risques	24
<b>PARTIE 3</b> La responsabilité au cœur de la gestion financière du FRR	36
<b>PARTIE 4</b> L'impact du FRR sur son éco-système	50
<b>PARTIE 5</b> Gestion et maîtrise des risques	68
<b>PARTIE 6</b> Organisation et coûts	80
<b>PARTIE 7</b> Gouvernance du FRR	82
<b>PARTIE 8</b> Cartographie du portefeuille	90
<b>PARTIE 9</b> Prestataires du FRR	94

## ÉLÉMENTS FINANCIERS

Synthèse financière et comptable	99
Bilan au 31/12/2023	100
Compte de résultat au 31/12/2023	102
Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2023	104
Rapport général des commissaires aux comptes	118



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

## Le FRR a formalisé sa raison d'être en 2023

Le Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites vient de connaître une étape significative de renouvellement. Adrien Perret, précédemment Sous-Directeur des politiques sociales et de l'emploi à la Direction générale du Trésor, a pris en juillet 2023 la succession de Yves Chevalier qui a fait valoir ses droits à la retraite. En mars 2024, le processus de renforcement du Directoire s'est poursuivi avec l'intégration de Mme Salwa Boussockaya-Nasr, précédemment directrice financière du FRR, suite à l'expiration du mandat de M. Olivier Rousseau. Ce renouvellement du directoire vise à poursuivre et à intensifier les efforts du FRR pour relever les défis opérationnels et stratégiques, afin d'optimiser la gestion et de contribuer plus efficacement au financement de l'économie française ainsi qu'au système de retraites.

Investisseur de long terme, le FRR a décidé de formaliser en 2023, au cours d'ateliers regroupant ses collaborateurs et sa gouvernance, une raison d'être qui consacre l'importance de l'investissement responsable dans la gestion de ses actifs. Cette raison d'être « **Investir pour créer de la valeur durable au service des grands enjeux publics de demain** » reflète son ambition d'adopter les standards les plus volontaristes et s'inscrit dans le prolongement d'engagements pris par le FRR, notamment en qualité de membre fondateur des

Principes pour l'Investissement Responsable. Cette raison d'être s'est illustrée tout au long de l'année 2023 que ce soit en matière de stratégie ou de résultats financiers et extra-financiers qui la valident.

L'allocation stratégique a en particulier intégré pour la première fois dans ses hypothèses macro-économiques et financières les impacts de plusieurs scénarios de changement climatique. Cet environnement global et l'usage des processus habituels d'optimisation ont conduit à réallouer 5 % d'actions non couvertes vers des obligations à haut rendement, tout en maintenant à 70 % le poids global des actifs de performance et de risque intermédiaire. Cette démarche rigoureuse a permis une nouvelle fois en 2023 de profiter du rendement significatif de ces actifs qui progressent au total de 112,8 % depuis 2010 contre seulement 21,8 % pour les actifs de couverture.

## **2023 a marqué une reprise des marchés boursiers dans un environnement de taux d'intérêt volatiles**

Après l'année 2022 marquée par une hausse significative des taux d'intérêt, 2023 a été caractérisée par une certaine stabilisation des marchés obligataires et une réelle reprise des marchés d'actions.

Les économies avancées ne se sont pas contractées en 2023, les États-Unis ont fait preuve d'une grande résistance, l'Europe n'a pas basculé dans la récession et l'expansion dans le reste du monde est restée solide malgré la poursuite du ralentissement en Chine.

Une forte volatilité des marchés de taux a cependant prévalu durant l'année et a dominé les fluctuations des marchés bour-



**SANDRINE LEMERY**

Présidente du Conseil de Surveillance

siers qui se sont d'abord interrogés sur l'orientation des taux directeurs avant, en deuxième partie d'année, de se focaliser sur le rythme attendu de la baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine pour terminer sur une note optimiste au quatrième trimestre.

L'année 2023 se termine ainsi sur une quasi-stabilité des actifs du FRR, à 21,2 Md€, après le paiement annuel de 2,1 Md€ à la CADES, grâce à un effet marché de 2 Md€ porté par la progression des indices boursiers et obligataires sur fonds de repli de l'inflation. Cette performance de gestion de +9,7 % a permis d'effacer la quasi-totalité de la baisse de 2022. Après ce 13<sup>e</sup> versement de 2,1 Md€ à la CADES, le FRR a désormais restitué plus que la totalité de ses 32 Md€ de dotations (y compris restitution de la soulte CNIEG en 2020) tout en créant depuis 2010 une valeur nette pour les finances publiques de 13 Md€. En effet, sur la période, la performance annualisée ressort à 3,9 % (soit 64 % en cumulé) alors que le



**ERIC LOMBARD**  
Président du Directoire

coût de la dette publique portée par la CADES était de 1,1 % en moyenne annuelle sur la période.

Cette valeur a été acquise dans un contexte de renforcement de la stratégie de décarbonation du portefeuille. Investisseur responsable, le FRR a encore approfondi l'alignement de son portefeuille avec les objectifs gouvernementaux et européens de financement de la transition écologique et énergétique. La démarche du FRR s'inscrit en parfaite cohérence avec la volonté des pouvoirs publics d'investir dans le domaine d'une transition énergétique juste prenant en compte la dimension sociale de cette mutation majeure. En 2023, le FRR a encore renforcé les exigences de responsabilité dans ses investissements, notamment au titre de la *Net Zero Asset Owner Alliance* [NZAOA] qu'il a rejointe dès 2019 et qui l'engage à éliminer les émissions nettes de gaz à effet de serre de son portefeuille d'ici 2050. Cet engagement comporte une étape intermédiaire de réduction des émissions du FRR en absolu à fin 2025 de 20 % par

rapport à 2019 puis une nouvelle à fin 2028 d'au moins 40 %. Le FRR a décliné ces cibles ambitieuses dans les mandats récents d'actions européennes de petites et moyennes capitalisations, et d'obligations à haut rendement en dollars.

Cette approche continuera d'être étendue au fur et à mesure des renouvellements de marché en cohérence avec la nouvelle Stratégie d'investissement responsable en particulier dans les mandats de gestion d'actions américaines et japonaises, qui contribuent à diffuser les exigences de la gestion responsable au-delà des frontières. En particulier, au travers de l'adoption en 2023 d'une nouvelle stratégie d'investisseur responsable pour la période 2024-2028 faisant porter l'accent aussi bien sur la transition énergétique et écologique que sur la justice sociale et la biodiversité, le conseil de surveillance du FRR a souhaité conforter son leadership en renouvelant son engagement en matière d'investissement durable. Cette stratégie vise à limiter les impacts négatifs sur les actifs du FRR et s'inscrit en cohérence avec ses objectifs financiers et sa gestion des risques.

La grande maîtrise des risques du FRR a par ailleurs été saluée par l'attribution du prix de la meilleure initiative en matière de gestion des risques par l'AGEFI. Les Couronnes de l'AGEFI récompensent les investisseurs institutionnels pour l'adoption de bonnes pratiques en matière de communication et de gestion financière et dans divers autres domaines. Le jury, composé de personnalités indépendantes et présidé par Pierre-Maxime Duminil, a souligné la pertinence et la cohérence de la gestion des risques opérée par l'ensemble des directions du FRR afin notamment de s'adapter lors de ces dernières années aux nouvelles typologies de risques rencontrés (extrêmes type Covid, mais aussi liés au contexte géopolitique, à la crise de l'énergie ou encore à la remontée des taux).

## Le déploiement des investissements dans l'économie française s'est poursuivi et la performance des actifs non cotés a bien résisté après une année 2022 exceptionnelle

Le financement de petites entreprises par l'intermédiaire du capital investissement a continué d'augmenter avec des engagements appelés nets des distributions de 103 M€. Au total, fin 2023, la valeur nette des actifs non cotés était de 2,9 Md€ (soit 13,7 % du total des actifs du FRR) dont plus de 78 % investis en France : cela témoigne de l'engagement du FRR au service de l'économie française.

Les actifs non cotés ont apporté en 2022 une surperformance par rapport aux actifs cotés de plus de 600 M€, soit 2,5 % du portefeuille total du FRR, et ont très bien résisté en 2023, avec une contribution négative par rapport aux actifs cotés de seulement -1 %, soit +1,5 %



**ADRIEN  
PERRET**

Membre du Directoire

en cumulé sur les deux années. En particulier, la bonne performance d'ensemble en 2023 des investissements en fonds d'infrastructures liés à la transition énergétique et climatique après une année 2022 absolument exceptionnelle, favorisée par quelques très belles sorties comme celle du producteur de gaz vert SFP Zeeland avec un multiple supérieur à 5, illustre la bonne santé d'ensemble du portefeuille d'actifs non cotés du FRR et la pertinence des choix de long terme effectués par la gouvernance et les équipes du FRR.

Le FRR se réjouit de pouvoir prolonger son action en faveur des retraites et de l'économie française : l'allocation stratégique proposée en juin 2024 s'appuiera pour la première fois sur un horizon de long terme étendu par le Gouvernement au-delà de 2033.



**SALWA  
BOUSSOUKAYA-NASR**

Membre du Directoire



# 2023 en chiffres

# 21,2

milliards  
d'euros

Montant des  
actifs du FRR  
au 31/12/2023

## Évolution de l'actif net du FRR au 31/12/2023 (en milliards d'euros)





9,68%

Performance 2023 nette de frais

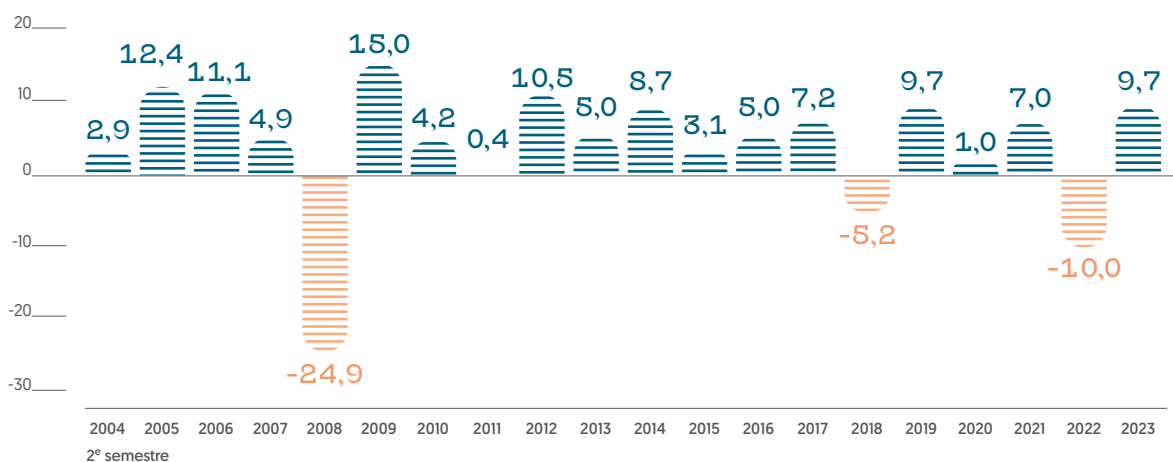
+3,59%

Performance annualisée  
de l'actif depuis  
juin 2004

+3,88%

Performance annualisée  
de l'actif depuis  
décembre 2010<sup>1</sup>

## Performance annuelle nette du FRR (en %)



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 jusqu'en 2024 puis 1,45 milliard d'euros de 2025 à 2033 à la CADES.



# 1

Le FRR  
dans son  
environnement  
économique

# BILAN ÉCONOMIQUE ET FINANCIER DE L'ANNÉE 2023

## Situation économique en 2023

En 2023, la résilience de l'activité est allée de pair avec une décade de l'inflation, conduisant à un contexte économique plus favorable que prévu. En effet, si la croissance mondiale a ralenti face au durcissement global des conditions monétaires, la dissipation des chocs d'offre majeurs de l'année 2022 a généré un soutien matériel à l'activité et tempéré ce ralentissement. La réouverture post-Covid de l'économie chinoise, la normalisation des chaînes d'approvisionnement et le repli des prix de l'énergie ont ainsi favorisé une stabilisation du secteur manufacturier et une baisse marquée de l'inflation qui a soutenu dans une certaine mesure la dynamique solide des services. En outre, la situation financière robuste du secteur privé, notamment l'excès d'épargne des ménages lié à la crise de la Covid-19, et les

orientations budgétaires globalement moins restrictives que l'an passé, ont constitué d'importants facteurs de résilience.

Au total, la croissance mondiale devrait ralentir et passer de +3,4 % en 2022 à +2,9 % en 2023, d'après les dernières estimations du FMI, tandis que l'inflation globale décélérerait de +8,7 % à +6,9 % en moyenne annuelle (ou de +8,9 % à +6,4 % en glissement annuel au 4<sup>e</sup> trimestre). La divergence s'est accentuée entre les économies avancées qui croîtraient au rythme modéré de +1,2 % (après +2,7 % en 2022) et les économies émergentes et en développement qui connaîtraient une croissance encore dynamique et stable à +4,0 % (après +3,9 %), principalement grâce au rebond de l'économie chinoise.

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

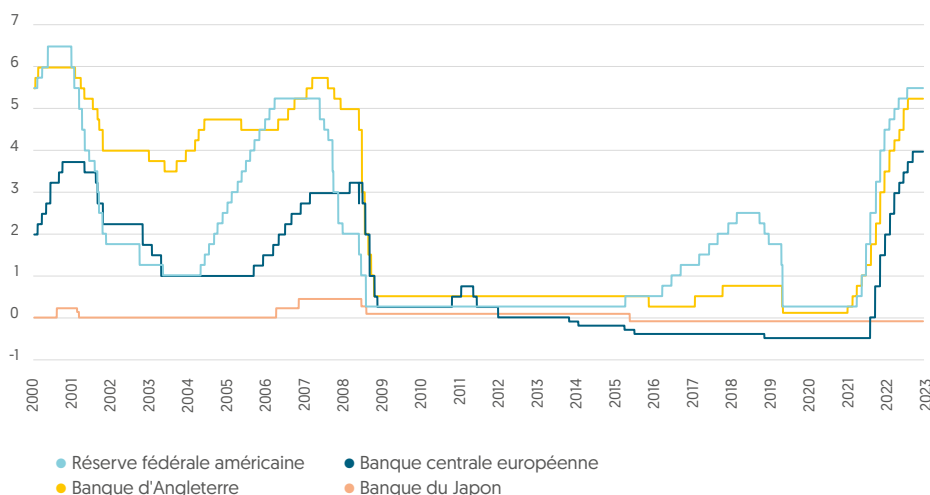




**Dans les économies avancées, la poursuite du resserrement monétaire**, pour juguler une inflation qui n'avait jamais été aussi élevée depuis les années 1980, **s'est traduite par un fort ralentissement de l'activité sans néanmoins engendrer de récession** (excepté en Allemagne). La désinflation amorcée fin 2022 s'est également poursuivie, grâce au recul des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et à la nette modération des prix des produits manufacturés. Toutefois, le caractère plus persistant de l'inflation sous-jacente, alimenté par une forte croissance des salaires dans le cadre de marchés du travail tendus, a contraint les banques centrales à maintenir un biais restrictif. Le stress bancaire survenu en mars 2023, associé à la faillite de trois banques américaines [*Silicon*

*Valley Bank, Signature Bank, Silvergate Bank*] et au sauvetage de Crédit Suisse en Europe, est resté contenu grâce aux interventions des autorités. Les conditions financières se sont rapidement détendues après cet épisode de stress sans que les banques centrales n'aient à dévier de leur stratégie de resserrement monétaire. Entre les réunions du Comité de politique monétaire de février et juillet 2023, **la Fed a ainsi procédé à quatre hausses de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, portant celui-ci à 5,5 %**. **La BCE a relevé six fois le taux de la facilité des dépôts** (avec deux mouvements de 50 points de base) **pour le porter à 4 %** à l'issue de la réunion de politique monétaire de septembre.

#### TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES : ETATS-UNIS, ZONE EURO, ROYAUME-UNI, JAPON (EN %) – Source : Fed, BCE, BoE et BoJ



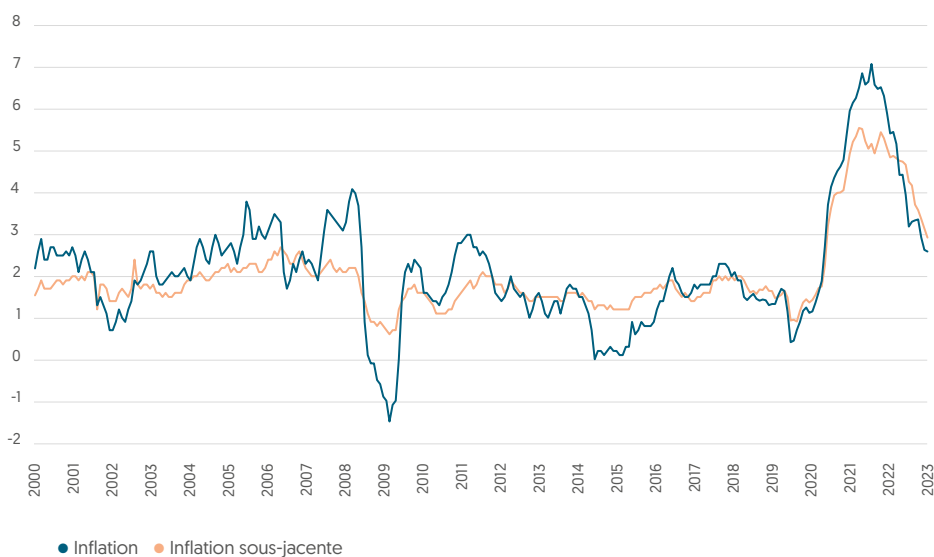
En 2023, au sein des économies avancées les performances économiques se sont révélées contrastées entre les États-Unis et la zone euro.

Aux **États-Unis**, l'activité n'a cessé de surprendre à la hausse tandis que l'inflation, bien qu'en baisse, est restée nettement supérieure à l'objectif de la Fed. **La croissance a mieux résisté que dans la plupart des autres économies avancées et a même été meilleure en 2023 qu'en 2022** (+2,5 % après +1,9 %), soutenue par la consommation des ménages qui ont puisé dans leur surplus

d'épargne et bénéficié en outre d'une progression dynamique de l'emploi et des salaires. L'inflation (au sens du déflateur de la consommation) a fortement diminué depuis le pic à +7,1 % atteint en juin 2022 pour s'établir sous les +3,5 % en glissement annuel depuis juin 2023, apportant ainsi un peu de répit aux ménages en termes de pouvoir d'achat. L'inflation sous-jacente est restée supérieure à +4,5 % au 1<sup>er</sup> semestre puis a entamé une baisse graduelle vers +3,0 % en fin d'année (+2,9 % en glissement annuel en décembre).

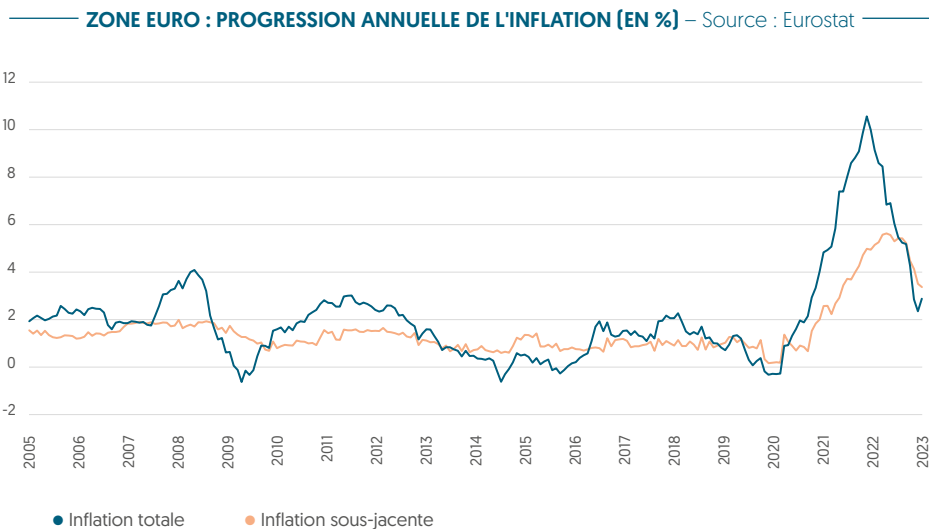
#### ÉTATS-UNIS : PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION (EN %)

Source : U.S. Bureau of Labor Statistics



**En zone euro, le PIB a fortement ralenti**, sa croissance passant de +3,4 % en 2022 à +0,5 % en 2023. Le choc inflationniste a pesé sur la consommation des ménages, lesquels n'ont pas puisé dans leur stock d'épargne excédentaire et ont même continué à accumuler de l'épargne de précaution. En dépit du durcissement des conditions d'octroi de crédit, l'investissement a résisté grâce notamment au soutien apporté par la mise en œuvre des plans nationaux de relance et de résilience (PNRR), à l'atténuation des tensions sur les approvisionnements qui a permis de satisfaire

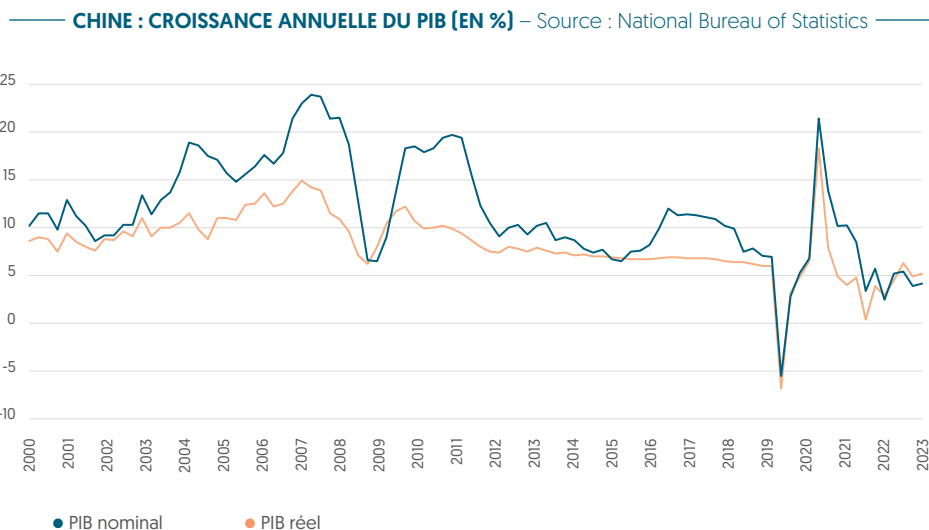
les arriérés de commandes de biens d'investissement et à la situation financière solide des entreprises soutenues par la hausse des profits. Sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de la modération des prix alimentaires, l'indice des prix à la consommation a diminué de +8,6 % en glissement annuel en janvier 2023 [après un pic à +10,6 % en octobre 2022] à +2,9 % en décembre. L'inflation sous-jacente a commencé à baisser à la mi-année mais demeure sur un rythme élevé de +3,4 % en décembre.





**En Chine, l'abandon de la politique « zéro Covid » fin 2022 a permis à l'activité de rebondir mais la reprise s'est avérée volatile et inégale.** Les performances de la 1<sup>re</sup> moitié de l'année 2023 ont été décevantes avec un redémarrage des dépenses de consommation moins fort qu'anticipé, un investissement privé hésitant et des difficultés persistantes dans le secteur immobilier qui ont continué de peser sur la confiance du secteur privé. L'installation d'un contexte déflationniste, avec un recul marqué des prix à la production et une inflation quasi nulle depuis le 2<sup>e</sup> trimestre, conjuguée à une forte progression du taux de chômage des jeunes (21,3 % pour les 16-24 ans de

juin à novembre 2023, d'après le *National Bureau of Statistics*), a conduit les autorités à prendre une nouvelle fois des mesures de stabilisation de l'activité (baisse des taux directeurs, relâchement des conditions d'octroi de crédit hypothécaire, soutien à la liquidité des promoteurs immobiliers, réductions d'impôt pour les petites et moyennes entreprises, etc.). En octobre, ces dernières ont surpris en annonçant une relance budgétaire de 1 trillion de yuans qui serait destinée à la reconstruction dans les zones touchées par des catastrophes. Au total, l'objectif peu ambitieux d'une croissance à 5 % en 2023 (+5,2 % après +3,0 % en 2022) a été atteint même si les fragilités persistent.



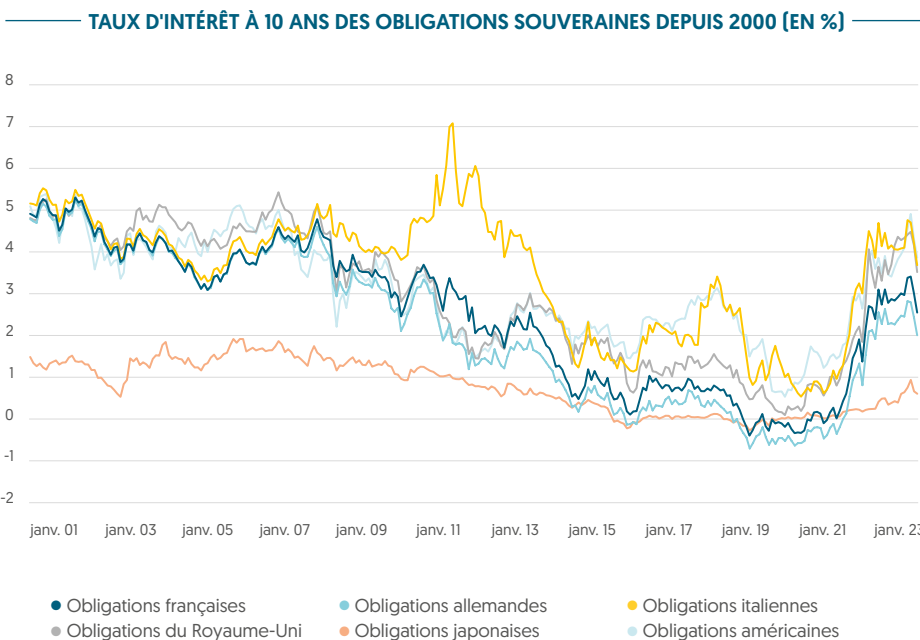
# PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS DU FRR

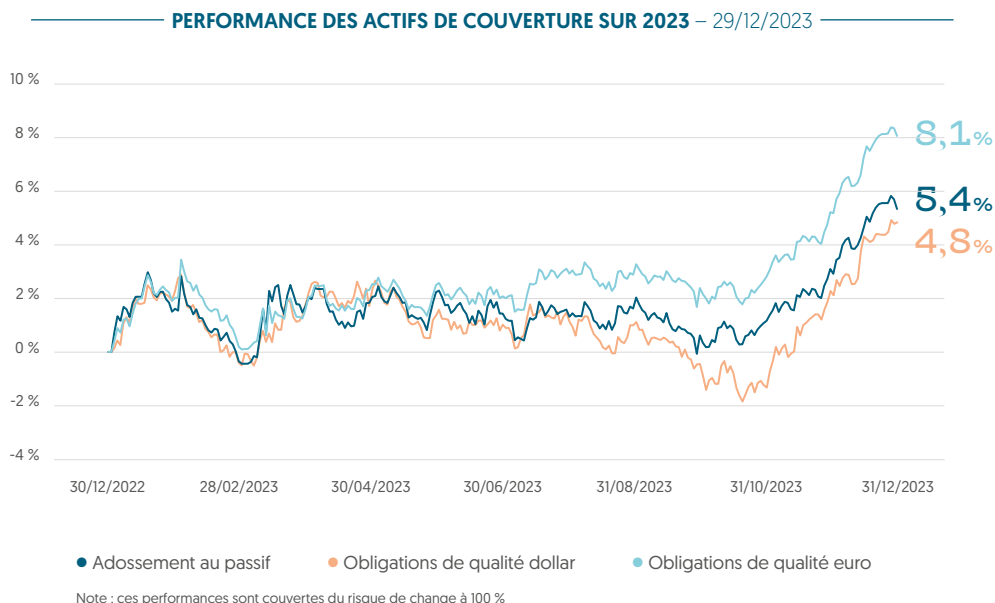
## Les actifs de couverture ont bénéficié de la baisse des taux d'intérêt en fin d'année

Les taux souverains à 10 ans ont évolué de façon hétérogène en 2023. Au Japon, grâce à une économie moins pénalisée par l'inflation élevée, la BOJ a réussi à maintenir un biais accommodant malgré un léger resserrement opéré en fin d'année. En conséquence les taux n'ont que très peu évolué en 2023 (hausse de 0,4 % à 0,6 %). En revanche, aux États-Unis, les taux 10 ans ont d'abord sensiblement augmenté sous l'impulsion d'une inflation forte et du resserrement monétaire implémenté par la FED (pic à 5 %), avant de refluer significativement lors du dernier trimestre. Ils sont revenus à 3,9 % fin 2023, leur niveau de fin 2022. Enfin en Zone Euro, malgré les actions restrictives de la BCE, les taux 10 ans n'ont que légèrement monté en cours

d'année avant de s'infléchir au dernier trimestre grâce à la dissipation des craintes liées à une éventuelle résilience de l'inflation. Ainsi, ils sont passés de 3,1 % à 2,6 % pour les taux français, et de 2,6 % à 2 % pour les taux allemands.

La tendance légèrement baissière des taux souverains en zone euro a davantage bénéficié aux obligations d'entreprises de qualité libellées en euros et les primes de risques ont baissé de façon comparable des deux côtés de l'Atlantique (de 1,7 % à 1,4 % pour les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros et de 1,3 % à 1 % pour celles en dollars). En conséquence, ces classes d'actifs enregistrent des hausses de 8,1 % et 4,8 % sur l'année respectivement.





## Tout comme les actifs obligataires de risque intermédiaire

Les performances des actifs de risque intermédiaire [obligations des pays émergents et obligations d'entreprises à haut rendement] ont également été élevées en 2023. Comme pour les obligations de qualité, les primes de risque se sont compressées [de 4,9 % à 3,8 % pour les émissions en euros et 4,7 % à 3,2 % pour celles en dollars]. La meilleure performance des émissions en euros en 2023 est donc due à la baisse des taux de la zone euro.

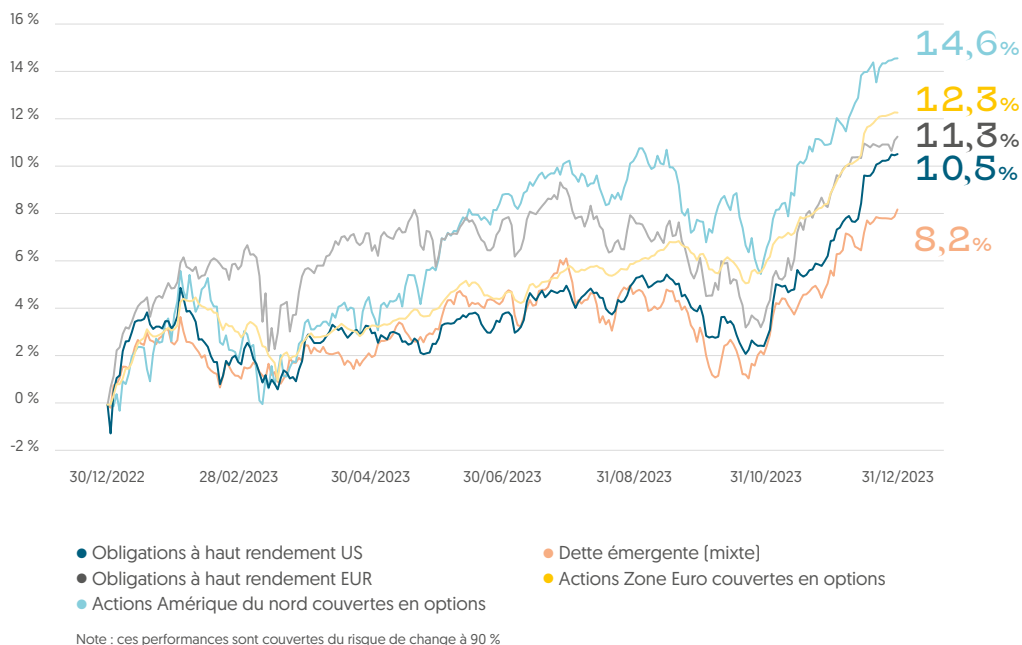
Les obligations des pays émergents en devises locales et en dollars ont aussi progressé en 2023 grâce à l'impact favorable de la baisse des taux souverains américains en fin d'année. Les primes de risques des obligations en dollars se sont contractées, de 3,7 % à 3,2 %, tout comme les rendements des émissions en devises locales, de 6,9 % à 6,2 %.

Les devises des pays émergents ont eu un impact négatif sur la performance annuelle de la classe d'actifs, mais plutôt contenu à environ -1 %.

Le marché actions ayant connu deux phases de hausse importante en janvier et novembre/décembre, **les actions américaines et européennes couvertes par des options** ont une performance inférieure à celle des actions non couvertes. Ainsi, couvrir les actions en 2023 a réduit leur performance d'environ 8 %. Bien sûr, cette couverture devrait rehausser la performance des actions dans des phases de baisse. Au sein des actifs de risque intermédiaire, la performance des actions couvertes reste tout de même très intéressante en 2023, car au niveau de celle des obligations d'entreprises à haut rendement.



## PERFORMANCE DES ACTIFS DE RISQUE INTERMÉDIAIRE SUR 2023



## Les actions ont rattrapé leurs pertes de 2022 dans les pays développés

Enfin, les actions ont progressé à un rythme très soutenu en 2023, même si la magnitude diverge entre les régions. Les actions japonaises se sont le mieux comportées, avec une performance remarquable de 30,3 %, contre près de 22,9 % pour les actions américaines, 19,2 % pour les actions zone euro, et seulement 6,1 % pour les actions des pays émergents.

Composées de nombreuses entreprises exportatrices, les actions japonaises ont bénéficié de la poursuite de la dépréciation du Yen, de 140,4 Yen/Euro fin 2022 à 155,7 Yen/Euro fin 2023. Ce phénomène a perduré grâce au biais accommodant adopté par la banque centrale du Japon. Par ailleurs, les flux étrangers ont été attirés par les déclarations de Warren Buffett et la mise en

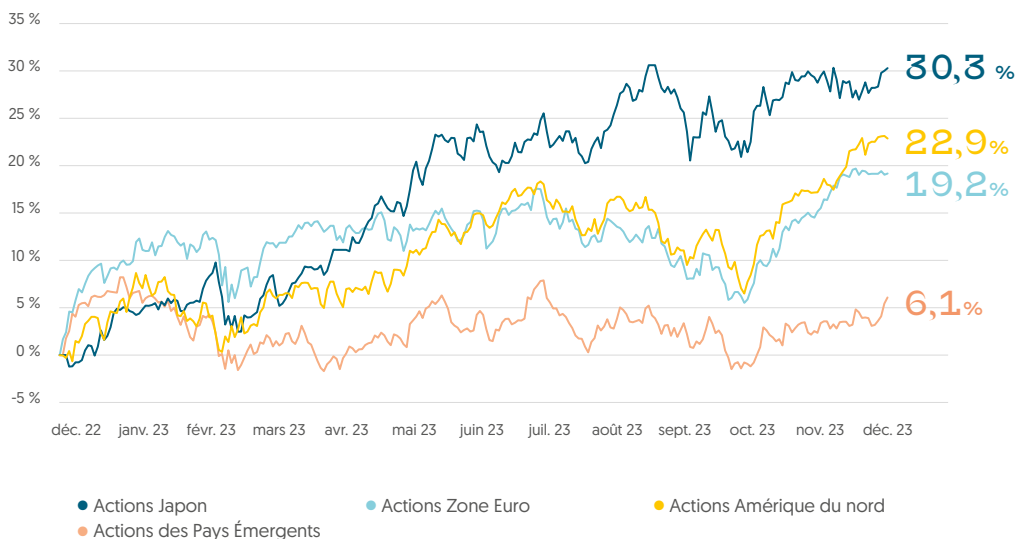
place de réglementations visant à améliorer la gouvernance, la rentabilité, et les valorisations des entreprises japonaises.

Aux États-Unis, le resserrement de la politique monétaire et la hausse significative des taux longs ont d'abord freiné le rendement des actions, et contribué à provoquer la faillite de certaines banques régionales. Néanmoins, les taux d'intérêt ont reflué en seconde partie d'année sous l'impulsion de la baisse de l'inflation, au sein d'une économie encore résiliente. De plus, la classe d'actifs a été portée par les rendements des 7 magnifiques<sup>2</sup>, qui ont bénéficié de l'engouement pour la thématique de l'intelligence artificielle et qui ont présenté d'excellents résultats. En conséquence, la performance globale du marché s'est montée à +22,9 % en 2023.

En zone euro, les actions ont également bénéficié du reflux de l'inflation et d'une économie qui a résisté à la récession. Les résultats des entreprises ont été positifs dans un environnement de croissance faible, et d'une politique monétaire plus restrictive. En revanche, la fragilité du secteur bancaire a davantage affecté cette zone géographique, et les relais de performance ont été moins nombreux au sein du secteur technologique. La classe d'actifs enregistre tout de même une performance significative [+19,2 %].

L'évolution des actifs chinois explique principalement la performance en retrait des actions des pays émergents. En Chine, l'impact du ralentissement des échanges mondiaux et la faiblesse du secteur immobilier n'ont pas déclenché de réel pivot de politique monétaire ou budgétaire. L'activité économique a donc ralenti et les perspectives de résultats se sont détériorées, expliquant ainsi la performance enregistrée de 6,1 %.

### PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS SUR 2023



Note : ces performances sont couvertes du risque de change à 90 %

## Les actions américaines portées par les « magnificent seven »

Pour 2023, le S&P 500 affiche une performance de 24,2 % [26,3 % avec dividendes réinvestis], ce qui compense la perte de 19,44 % [-18,11 %] de 2022. Au total, l'indice S&P 500 a clôturé à 0,56 % de son plus haut du 3 janvier 2022 et en hausse de 40,86 % par rapport au pic pré-COVID-19 [19 février 2020].

Cependant, les sources de cette performance diffèrent grandement de ceux de 2022.

En 2023, les secteurs des technologies de l'information et les services à la communication ont été les grands gagnants, s'inscrivant en hausse respectivement de 56,39 % et 54,36 %.

Ces gains font suite aux pertes de 28,91 % et 40,42 % enregistrées en 2022. L'énergie a baissé de 4,80 % en 2023, mais avait été le seul secteur en hausse en 2022 (avec un gain de 59,05 %). Les services publics ont connu la pire performance en 2023, en baisse de 10,20 %, et, après la baisse de 1,44 % en 2022, ils ont perdu 11,49 % au cours des deux dernières années.

Globalement au niveau sectoriel, huit secteurs ont progressé en 2023, contre un seul en 2022, et trois ont progressé sur les deux dernières années.

Quant aux valeurs dites « Magnificent Seven » [Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla], elles se sont bien comportées en 2023 avec une hausse totale moyenne de 104,7 %, représentant 48 % du rendement total de 26,3 % du S&P 500 (en excluant ce groupe, le rendement de l'indice était de 9,94 % pour l'ensemble de l'année).

Ce gain a permis de compenser l'année dernière, où tous les titres ont baissé (en moyenne de -45,31 %) seuls Amazon et Tesla étant encore dans le rouge mesuré à partir de la fin de l'année 2021.

L'année 2023 s'est terminée par une série de neuf semaines de hausse, à +15,85 % [la dernière fois en janvier 1994, avec une hausse de 10,26 %].

### LES ACTIONS JAPONAISES RETROUVENT LEURS PLUS HAUTS HISTORIQUES APRÈS PLUS DE 30 ANS

Les actions japonaises ont connu une année exceptionnelle avec une progression supérieure à 30 % lui permettant d'enregistrer leurs plus hauts niveaux depuis plus de 30 ans.

La Réserve fédérale a alimenté cet optimisme en ralentissant son resserrement des taux d'intérêt. Au deuxième trimestre, **le Nikkei 225 a atteint son plus haut niveau depuis 1990**, attirant des fonds d'investisseurs internationaux. La perspective d'une pression accrue des investisseurs sur la gouvernance d'entreprise et le potentiel de création de valeur pour les actionnaires des sociétés japonaises a également contribué à raviver l'intérêt des investisseurs.

Le marché a alterné entre les actions « value » et « growth », **avec une surperformance marquée du style « value »** sur l'ensemble de l'année.

## La situation patrimoniale du FRR s'est donc appréciée en 2023 et crée un supplément de valeur de 1,7 Md€ pour l'État

La performance globale des actifs de couverture du portefeuille était de 6,4 % tandis que celle des actifs de performance est de 13,3 %. Grâce à ces performances, **l'actif du FRR a progressé de +9,7 % en 2023** et s'établit à 21,2 Md€, quasiment stable en dépit du paiement annuel de 2,1 Md€ à la CADES.

Depuis fin 2010, les actifs de performance (actions non couvertes) et les actifs de risque intermédiaire affichent une progression globale de 112,8 %, tandis que les actifs de couverture progressent de 21,8 %. La performance annualisée du portefeuille, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011, s'établit donc à +3,9 % nette

de tous frais, niveau très supérieur au coût de la dette publique portée par la CADES de 1,1 % sur la période, **contribuant ainsi à créer une valeur cumulée nette pour les finances publiques de 13 Md€** (soit une hausse de 1,7 Md€ par rapport à fin 2022).

La création de valeur correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR (ajusté des abondements et décaissements depuis fin 2010) et le taux moyen à l'émission de la dette française (en tenant compte de la prime de financement de la CADES).

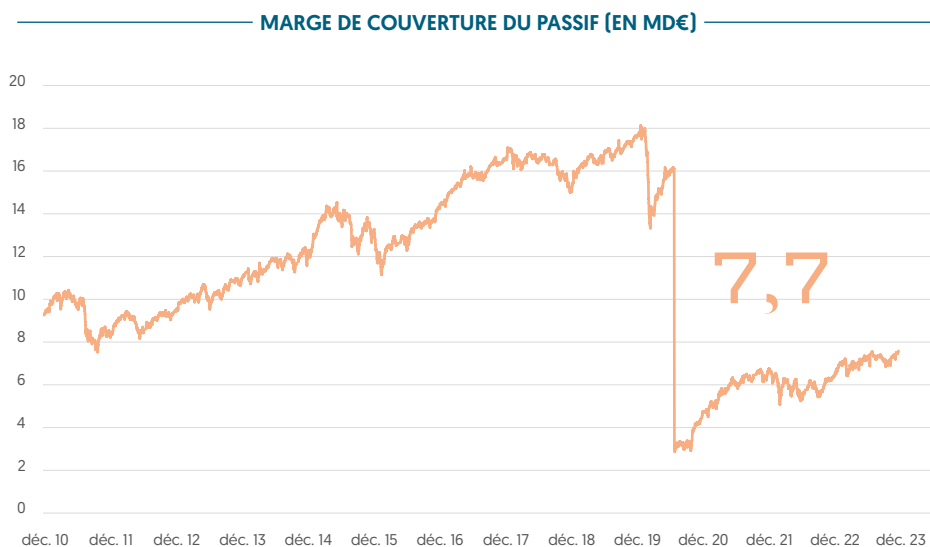
### CRÉATION DE VALEUR DU FRR PAR RAPPORT À UN INVESTISSEMENT AU COÛT DE LA DETTE FRANÇAISE (EN MD€)



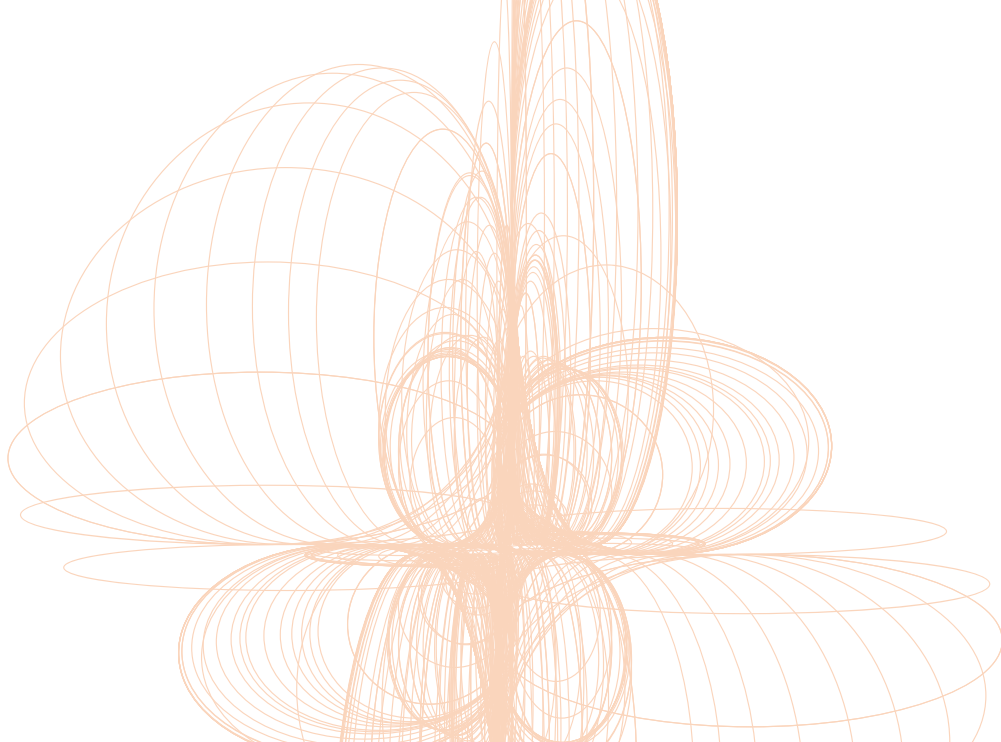
Depuis fin 2010, le passif était constitué de 14 versements annuels de 2,1 Md€, de 2011 à 2024. Cependant, à la suite de la crise sanitaire, la situation patrimoniale du FRR a été modifiée en 2020 par la demande de paiement immédiat de la soulte CNIEG (environ 5 Md€) et par l'ajout de 9 versements annuels de 1,45 Md€ au passif du FRR, de 2025 à 2033. Ceci a mécaniquement entraîné une augmentation du passif de plus de 13 Md€ en 2020 et forte diminution de la Marge de Couverture du Passif (Actif – Passif) à 3 Md€.

Cependant, de mi-2020 à fin 2023, celle-ci s'est progressivement redressée grâce à la progression des actions et des actifs de risque intermédiaire. À la fin de l'année, **elle atteint 7,7 Md€, soit une hausse de 1,3 Md€ en 2023.**

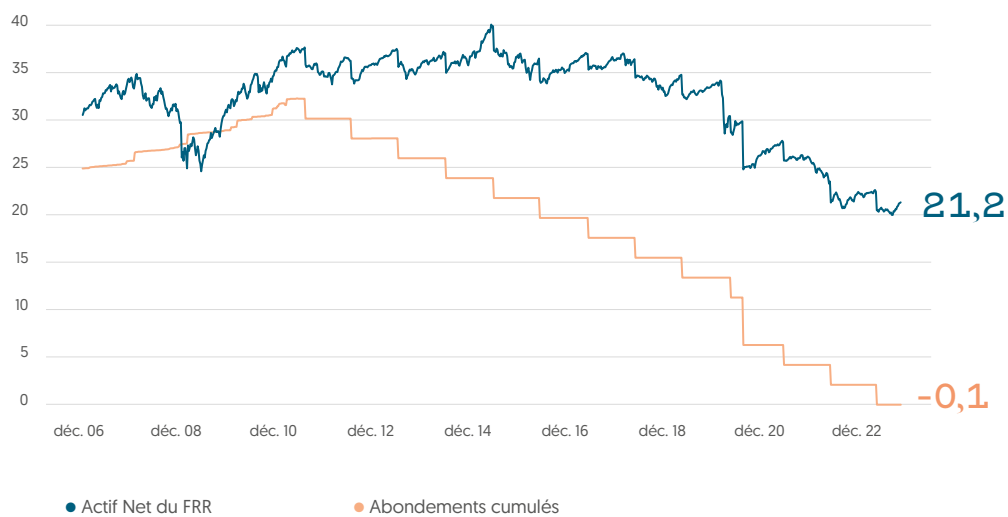
**Le FRR a désormais remboursé toutes les sommes qui lui avaient été allouées (environ 32 Md€), et conserve encore 21,2 Md€ d'actifs sous gestion issus des seuls produits de ses investissements.**







## ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR AU 29/12/2023 (EN MD€)





Un  
portefeuille  
diversifié  
pour maîtriser  
les risques

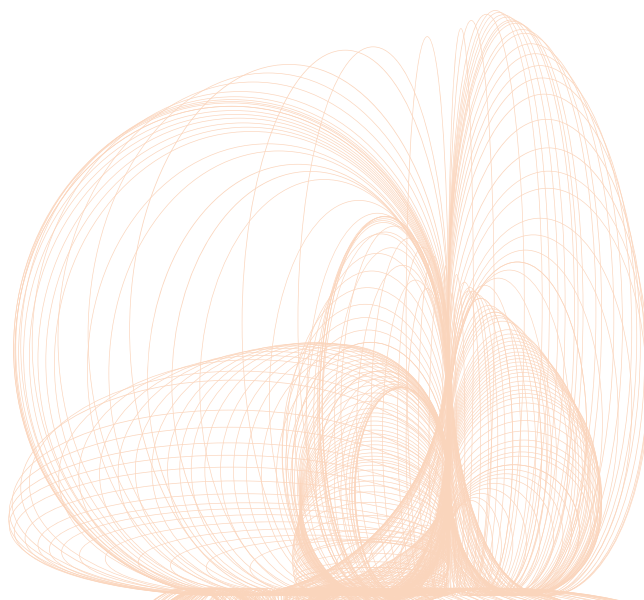
# UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ ET FOCALISÉ SUR LE LONG TERME

## Un processus d'allocation d'actifs fin et robuste

Les études sur l'allocation d'actifs sont réalisées par le Département Allocation d'Actifs, puis présentées au Directoire, et permettent de construire les recommandations proposées au Conseil de Surveillance.

L'allocation stratégique de long terme est réexaminée tous les ans après consultation des différentes parties présentes au Conseil de Surveillance et validation par celui-ci. Les études se basent en premier lieu sur deux scénarios

macro-économiques de long terme : un scénario de référence se rapprochant du consensus, et un scénario dégradé. Les prévisions portent *in fine* sur la croissance du PIB, le taux de chômage, l'inflation sous-jacente et totale ainsi que sur les croissances de bénéfice des actions, en France et aux États-Unis. Des marges d'incertitude sont laissées autour de chaque scénario. Enfin, depuis 2022, des scénarios climatiques ont été associés à chacun des scénarios macro-économiques.



## Focus sur les scénarios climatiques choisis par le FRR

Le cadre conceptuel conçu par le NGFS<sup>3</sup> pour l'analyse des scénarios climatiques s'est imposé comme une référence commune pour les institutions financières à travers le monde. Depuis deux ans, le FRR s'appuie sur ce cadre pour prendre en compte les impacts de la transition et du changement climatiques au niveau de l'élaboration de son allocation stratégique.

Reprenant certaines caractéristiques des trajectoires d'atténuation et d'adaptation évaluées par le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), les scénarios représentatifs du NGFS combinent de différentes façons le risque de transition [découlant des politiques climatiques et des évolutions technologiques] et le risque physique [lié aux dommages causés par le changement climatique] pour proposer des représentations « plausibles » du futur climatique.

La phase IV des travaux du NGFS, publiée en novembre 2023, introduit quelques changements au narratif de ces scénarios. Deux nouveaux scénarios y sont décrits : un scénario adverse d'impacts climatiques, « *Fragmented World* », où des politiques retardées et divergentes en raison de l'absence de coopération internationale conduisent à une augmentation de la température de plus de 2 °C à la fin du siècle ; et un scénario de transition ordonnée, « *Low Demand* », où un changement significatif des comportements vers plus de sobriété énergétique permet de limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C. Les deux scénarios « vers un monde plus chaud » présents dans la précédente mouture des travaux du NGFS, et caractérisant un statu quo [scénario « *Nationally Determined Contributions* »] ou l'absence de transition [scénario « *Current Policies* »], sont reconduits. À côté du scénario « *Low Demand* », les trois autres scénarios prévoyant le respect des engagements de l'Accord de Paris continuent de caractériser différentes situations de transition : « ordonnée » grâce à des politiques ambitieuses, anticipées et renforcées graduellement

[scénarios « *Net zero 2050* » et « *Below 2 °C* »] ou « désordonnée » du fait de politiques introduites tardivement [scénario « *Delayed transition* »]. Le scénario « *Divergent Net Zero* », qui supposait des politiques introduites de façon divergente entre les secteurs, a été abandonné.

La phase IV des travaux du NGFS apporte également des améliorations dans la modélisation des risques physiques chroniques et sévères qui **conduisent à rehausser l'impact des pertes et dommages climatiques** dans les scénarios représentatifs. Ainsi, dans le scénario tendanciel à politiques inchangées [scénario « *Current Policies* »], l'estimation de la perte de PIB cumulée au niveau mondial à l'horizon 2050, entièrement liée à l'aggravation des risques physiques, est passée de 8 % dans la version précédente à 14 % dans la phase IV.

**Le risque physique sévère apparaît en particulier comme une source de risque importante, à la fois à court terme et à long terme.** Il est introduit à partir du calcul des dommages potentiels résultant de quatre types d'événements climatiques extrêmes : cyclone, inondation, sécheresse et vague de chaleur. Les impacts sur le PIB à l'horizon 2050 de ces dommages sont estimés à l'aide du modèle macro-économétrique global NiGEM<sup>4</sup> et sont publiés pour les scénarios « *Current Policies* », « *Net Zero 2050* » et « *Delayed Transition* ». Les effets sur l'inflation ne sont pas disponibles à ce stade.

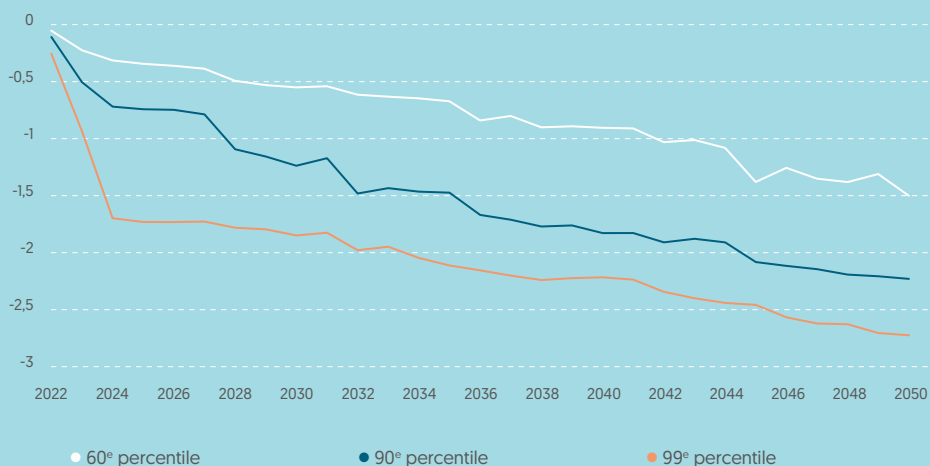
Les impacts estimés du risque physique sévère dans les scénarios « *Net Zero 2050* » et « *Delayed Transition* » ne divergent réellement qu'à partir de 2030 et font apparaître une marge d'incertitude élevée. À l'horizon 2050, l'estimation au 90<sup>e</sup> percentile suggère que les États-Unis subiraient une perte de PIB liée au risque physique comprise entre 2 % et 2,2 % selon la nature de transition. Pour la France, l'estimation est de 2,6 % dans le scénario « *Net Zero 2050* » et 3,5 % dans

3. Réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier.  
4. National Institute Global Econometric Model.

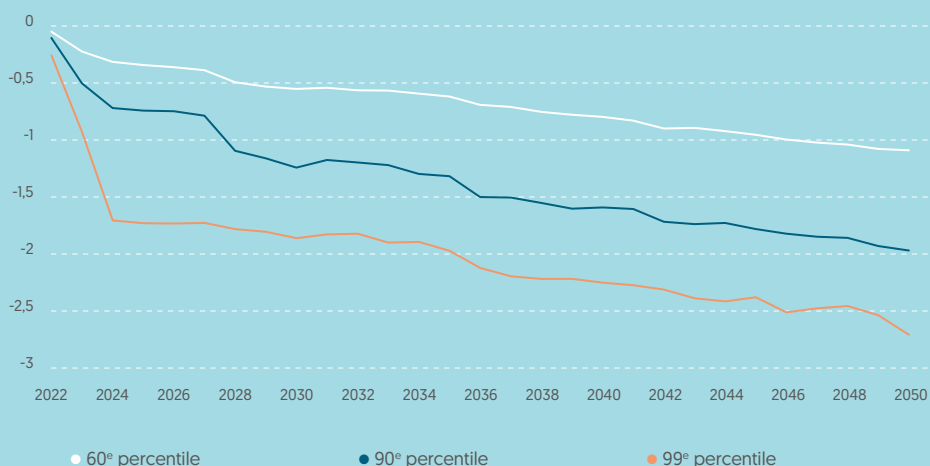
le scénario « *Delayed Transition* ». Cet impact plus élevé s'explique par le fait qu'à l'horizon 2050, l'Europe endurerait davantage les impacts sévères des vagues de chaleur que l'Amérique

du Nord. Dans le cadre de l'allocation stratégique du FRR, la prise en compte de ces risques parmi les enjeux climatiques conduit à déformer davantage les scénarios économiques de long terme.

ÉTATS-UNIS : INTERVALLE 60°-99° PERCENTILES DE L'ESTIMATION DES IMPACTS DES RISQUES PHYSIQUES SÉVÈRES DANS LE SCÉNARIO DELAYED TRANSITION – Source : NGFS

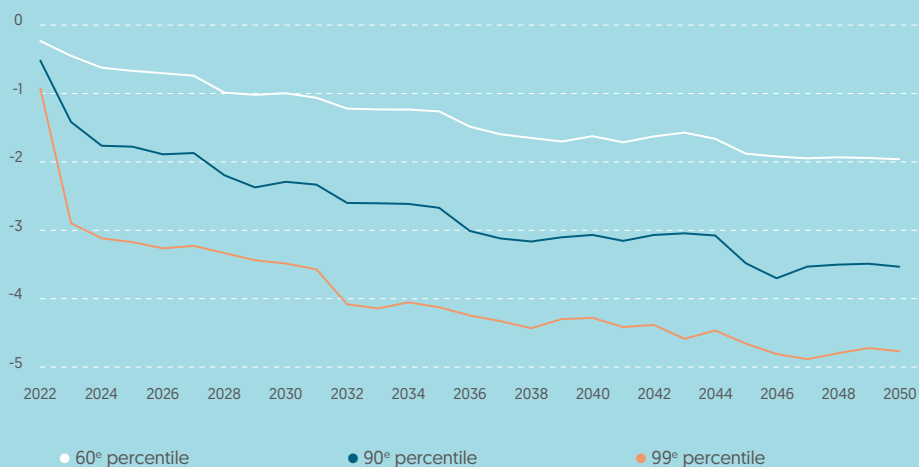


ÉTATS-UNIS : INTERVALLE 60°-99° PERCENTILES DE L'ESTIMATION DES IMPACTS DES RISQUES PHYSIQUES SÉVÈRES DANS LE SCÉNARIO NET ZERO 2050 – Source : NGFS

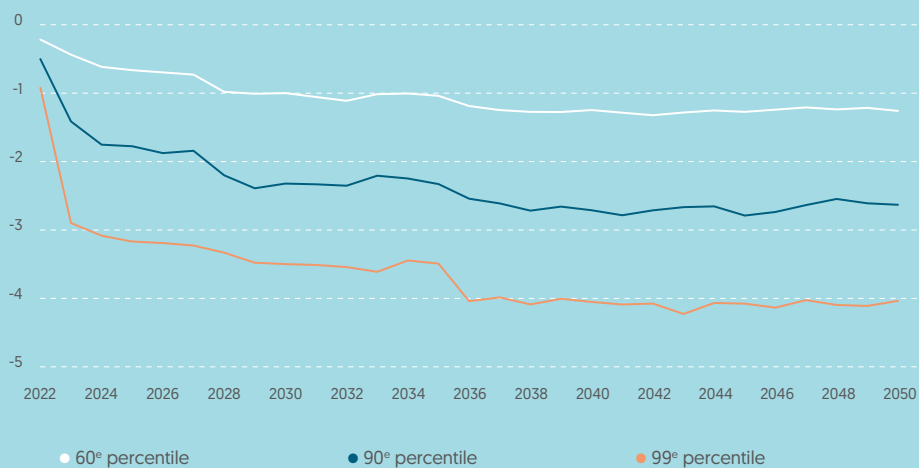




FRANCE : INTERVALLE 60°-99° PERCENTILES DE L'ESTIMATION DES IMPACTS DES RISQUES  
PHYSIQUES SÉVÈRES DANS LE SCÉNARIO DELAYED TRANSITION – Source : NGFS



FRANCE : INTERVALLE 60°-99° PERCENTILES DE L'ESTIMATION DES IMPACTS DES RISQUES  
PHYSIQUES SÉVÈRES DANS LE SCÉNARIO NET ZERO 2050 – Source : NGFS



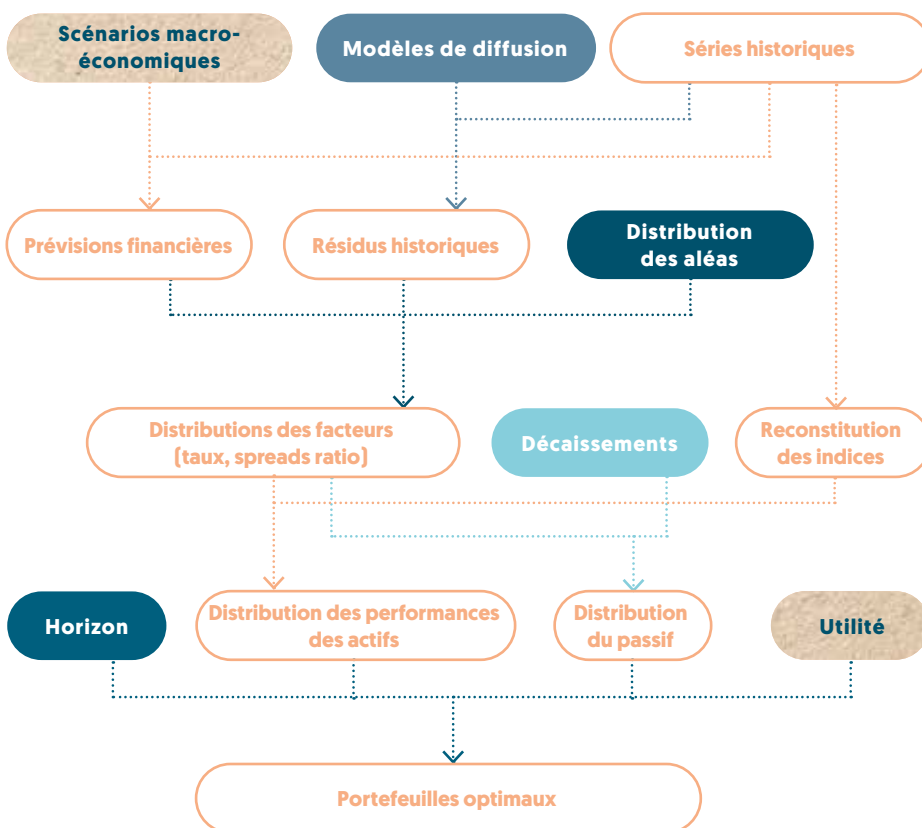
Les prévisions économiques des deux scénarios sont ensuite traduites en effets moyens sur les principales variables de marché :

- taux d'intérêt courts et taux d'intérêt longs en France et aux États-Unis,
- primes de risque et taux de défaut sur les différents actifs obligataires,
- valorisations des actions et progression des dividendes.

Ces effets moyens sont ensuite diffusés selon plusieurs trajectoires possibles des différents facteurs en modélisant les aléas<sup>5</sup>, déterminés

grâce à la fois aux distributions historiques et à des choix déterministes. Cela permet de simuler différentes évolutions possibles des variables de marché, selon que la situation qui se matérialise est plus ou moins favorable par rapport à la moyenne attendue.

Les distributions des facteurs servent ainsi à obtenir des distributions sur les performances des classes d'actifs. Conjuguées à la situation patrimoniale du FRR [actif, passif et horizon] et à son utilité [ses objectifs de gestion et son aversion au risque], elles débouchent sur les portefeuilles optimaux présentés au Directoire et aux recommandations faites au Conseil de Surveillance.



Les cases colorées correspondent à des « Hypothèses d'entrée »

5. Les modèles utilisés sont notamment ceux de Diebold-Li sur les taux d'intérêt [basé sur les facteurs de Nelson Siegel de niveau, pente et courbure des taux d'intérêt], de Black-Karasinski sur les primes de risque et de Campbell-Shiller sur les actions.

Ces portefeuilles optimaux sont décomposés entre les différentes classes d'actifs du FRR, regroupées en trois groupes<sup>6</sup> :

- Les actifs de couverture, très corrélés au passif, présentant une espérance de performance et un niveau de risque faibles [obligations d'État dont majoritairement des OAT adossées au passif, liquidités, obligations d'entreprises de qualité en euros et en dollars]
- Les actions non couvertes des pays développés et émergents, présentant une espérance de performance et un niveau de risque élevés.
- Les actifs de risque intermédiaire, [obligations d'entreprises à haut rendement, obligations des pays émergents, actions des pays développés couvertes par des options], présentant des espérances de performances et un niveau de risque intermédiaires entre ceux des actifs de couverture et des actions non couvertes

Les allocations stratégiques optimales permettent au FRR d'atteindre ses objectifs :

- 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 très basse, à long terme, de manquer de fonds.
- Obtenir une performance intéressante et notamment supérieure au coût de la dette française. La part importante d'actions non couvertes et d'actifs de risque intermédiaire (environ 70 % au total pour ces deux catégories) répond à cette ambition.

Le FRR superpose à son allocation stratégique des positions tactiques, décidées par le Directoire sur la base des prévisions macro-économiques et de marché. Ces choix tactiques ont vocation *ex-ante* à optimiser le positionnement dans le cycle économique à un horizon de 3 mois à 1-2 ans, et de gérer le risque du portefeuille, afin par exemple de protéger les gains accumulés en période de forte volatilité.

## UNE MISE EN ŒUVRE DE L'ALLOCATION EXTRÊMEMENT DIVERSIFIÉE

Le portefeuille du FRR est composé à la fois de mandats de gestion de réplication indiciaire (contre des indices smart beta visant à atteindre, à moyen/long terme, une surperformance par rapport aux indices standards pondérés par les capitalisations) et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante.

Plusieurs classes d'actifs (dettes des pays émergents, actions des pays émergents, actifs non cotés, et gestion monétaire) font l'objet d'investissements via des OPC, principalement gérés selon une approche active.

Deux mandats de gestion particuliers transversaux ou « *Overlay* » permettent de couvrir le risque de change du FRR et, via des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres ou de mettre en place des stratégies de couvertures optionnelles sur marchés réglementés.

Cette approche « cœur-satellite » mise en place sur les mandats de gestion vise à garantir, au plus faible coût possible, une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concentré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer. Fin 2023, les gestions actives représentent environ 63 % de l'actif net total du FRR et 72 % des investissements en actions.

## SÉLECTION DES INDICES

La sélection de tous les indices est réalisée par mise en concurrence selon les recommandations du Département Allocation d'Actifs.

Une part importante des investissements en actions des pays développés est réalisée via des gestions indiciaires visant notamment l'alignement avec l'Accord de Paris et l'amélioration de la qualité ESG du portefeuille.

6. Les actifs non cotés du FRR sont hybrides entre ces trois groupes.

Tous les indices opposés aux gestions passives sur actions sont des « smart beta » non pondérés par les capitalisations. Leur but est d'atteindre, à moyen/ long terme, une surperformance par rapport aux indices standards pondérés par les capitalisations.

Les autres investissements du FRR sont mis en œuvre grâce à des gestions actives. Les gestionnaires sélectionnés doivent apporter une surperformance à moyen/long terme par rapport à des indices de référence. Aujourd'hui, ceux-ci sont tous pondérés par les capitalisations et sélectionnés au sein du département selon leur méthode de construction, leur représentativité chez les gérants ou le coût pour le FRR.

### UNE SÉLECTION RIGOREUSE DES SOCIÉTÉS DE GESTION

Le FRR met ensuite en œuvre les décisions d'allocation en allouant les montants adéquats aux différents gestionnaires sélectionnés.

Les investissements du FRR sont en effet intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion, attribués par appels d'offres, ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. La sélection des prestataires est effectuée au sein du Département de Gestion Déléguée et de l'Investissement Responsable, afin d'implémenter les choix de l'allocation d'actifs, superviser les investissements et en rendre compte, définir et implémenter la politique ESG et enfin, gérer la trésorerie du FRR. Afin de retenir les meilleures offres, des études sont régulièrement menées sur les moteurs de performance et leur répliquabilité, sur les indicateurs de risques des portefeuilles. Elles s'appuient sur des *reportings* financiers et extra-financiers internes sophistiqués.

Les analyses font ensuite l'objet d'un avis du Comité de Sélection des Gérants composé d'experts indépendants externes au FRR et présidé par un membre du Directoire.

La procédure de sélection comprend quatre phases majeures dont l'objectif est **d'identifier les meilleures offres** :

1. Définition du cadre de l'investissement : ce processus aboutit à une note de lancement qui définit les caractéristiques de l'appel d'offres en adéquation avec le cadre d'investissement défini par l'allocation stratégique.
2. Sélection des candidatures : en se basant sur des éléments principalement quantitatifs, un classement des meilleures candidatures est établi pour inviter un nombre restreint de candidats à participer à la phase d'offres.
3. Sélection des offres : en se basant sur des éléments majoritairement qualitatifs, les offres reçues sont analysées et classées pour inviter un nombre restreint de candidats à participer à la phase de *due diligence* sur les sites.
4. *Due diligence* sur les sites : les équipes du FRR examinent en détail les aspects de la gestion proposée, l'organisation juridique, les aspects opérationnels et le contrôle des risques pour finaliser la sélection des prestataires de gestion financière.

À l'issue de chaque appel d'offres, le FRR rencontre **les sociétés dont l'offre n'est pas retenue** pour leur faire part des points forts de la candidature et des faiblesses dans l'absolu ou relativement aux autres concurrents ou au regard des attentes du FRR afin de leur permettre si elles le jugent pertinents de **mettre en place des actions d'amélioration**.

## PRISE EN COMPTE DE L'ESG AU SEIN DU PROCESSUS D'APPELS D'OFFRES

Pour l'ensemble des sélections de gérants via appels d'offres, les aspects ESG ont pris une place croissante au sein des critères de sélection des prestataires sur plusieurs aspects.

### a) Au sein des différentes étapes de la sélection :

Dans le cadre du processus de sélection de gérants via appels d'offres, les trois phases d'analyse intègrent désormais des questions liées à l'ESG de plus en plus prégnantes :

- lors de la phase de candidature, pour évaluer un certain nombre de critères quantitatifs liés à la couverture des aspects ESG prise en compte par les sociétés de gestion ;
- en phase d'offres, pour approfondir l'analyse des moyens mis en œuvre ainsi que le processus d'intégration des aspects ESG y compris la décarbonation des portefeuilles au sein des choix de gestion ;
- Enfin, la phase de visite sur site pour évaluer 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.

### b) Par une gestion active responsable :

Pour l'ensemble des mandats de gestion active, le FRR exige une « gestion active responsable ». Elle se définit par la prise en compte par les gestionnaires d'actifs des enjeux ESG dans le processus d'analyse et de gestion tout en intégrant la politique d'exclusions (armes prohibées, tabac, et charbon), de vote et d'engagement du FRR, et, notamment, l'objectif de décarbonation détaillé ci-après.

Les gestionnaires doivent en conséquence démontrer, notamment par l'organisation de l'analyse, 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 [notamment les notes ESG et controverses] ;
- la prise en compte des émissions de CO<sub>2</sub>eq, l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 1,5° Celsius, la part des énergies vertes et de transition (gaz et nucléaire), les risques physiques et de transition et la biodiversité ;
- le dialogue avec les entreprises détenues en portefeuille.

Ils doivent aussi produire un *reporting* à la fois quantitatif et qualitatif rendant compte des actions mises en œuvre et des progrès réalisés en la matière.

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

Les gestionnaires doivent ainsi fournir au FRR deux fois par an, les 30 juin et 31 décembre de chaque année, le niveau des émissions de GES du portefeuille [et de l'indice] afin de contrôler la trajectoire suivie.



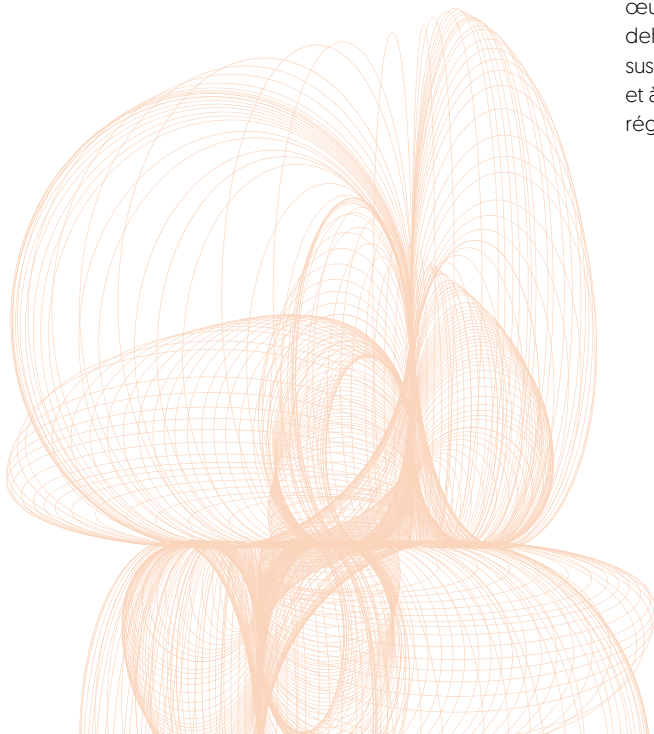
## DES EXIGENCES DE REPORTING DE HAUT NIVEAU

Le *reporting* permet de mesurer le niveau d'atteinte des objectifs et d'évaluer les mesures correctrices qui peuvent être envisagées. Dans le cadre du suivi des portefeuilles investis sur différentes classes d'actifs et différentes zones géographiques, le FRR exige depuis 2020 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 réflexions 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.
- Un *reporting* quantitatif portant sur des indicateurs standardisés visant à comparer les mandats entre eux.
- Un *reporting* confirmant le respect des différentes exclusions du FRR.
- Un *reporting* régulier sur 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.

Pour tous les nouveaux mandats, 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 dehors de ces éléments, d'autres éléments sont susceptibles d'être intégrés au *reporting* ESG au fur et à mesure de la vie du marché et sont discutés régulièrement entre le Gestionnaire et le FRR.



## L'activité des appels d'offres pour la gestion financière en 2023

L'année 2023 a donné lieu au lancement et à la finalisation de plusieurs appels d'offres importants pour la gestion des fonds du FRR. Tous les mandats sont des **mandats de gestion responsable comportant des objectifs compatibles avec l'accord de Paris**.

### FINALISATIONS

En janvier 2023, le FRR a finalisé un appel d'offres ouvert visant à sélectionner des gestionnaires spécialisés dans la **gestion d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars** portant sur un montant indicatif de 1,5 Md€ référencés sur l'indice « ICE BofA US High Yield Constrained Index ». Une étude avait été en effet menée afin de confirmer la capacité du FRR à investir la poche à haut rendement via des mandats et non via des fonds ouverts comme c'était le cas précédemment.

En novembre 2023, le FRR a finalisé la sélection de mandats de **gestion active responsable d'actions européennes de petites et moyennes capitalisations** pour un montant indicatif de 450 M€ référencé sur l'indice MSCI Europe *Small Caps* Net NR dans la limite d'un budget de risque actif *ex-ante* (*tracking-error*) autorisé de 10 % par an.

### LANCEMENTS

En mars 2023, un nouvel appel d'offres de **gestion active responsable d'actions françaises de petites et moyennes capitalisations**, dont l'objectif est de surperformer l'indice de référence « MSCI France *Small Caps* Net NR » a été lancé pour un montant indicatif de 350 M€ en moyenne sur la durée du mandat. La sélection finale est intervenue en mars 2024.

L'activité s'est poursuivie en juin 2023 avec le lancement d'un nouvel appel d'offres restreint de **gestion active responsable d'actions de grandes et moyennes capitalisations américaines** pour 450 M€ d'une part et de **gestion active responsable d'actions de petites capitalisations américaines** pour 200 M€ d'autre part. Le recours à ces différents modes d'intervention sur le marché des actions américaines permettra au global une bonne diversification des approches du marché, offrira un potentiel d'alpha et garantira une bonne capacité de réaction face à différentes configurations de marchés. Pour cet appel d'offres, la sélection finale des gestionnaires est intervenue en juin 2024.

# LES DÉCISIONS STRUCTURANTES DE GESTION DU FRR EN 2023

Les décisions structurantes de gestion du FRR en 2023 ont conduit à l'évolution suivante du portefeuille entre fin 2022 et fin 2023.

## ÉVOLUTION DU PORTEFEUILLE DU FRR DE 2022 À 2023

	Fin 2022	Fin 2023
Actions européennes	9,70 %	10,6 %
Actions pays développés non européennes	6,3 %	8,3 %
Actions pays émergents	4,5 %	5,2 %
Actifs non cotés, part en actions non couvertes	6,65 %	7,45 %
<b>Actions non couvertes</b>	<b>27,15 %</b>	<b>31,55 %</b>
Actions pays développés couvertes en options	19,7 %	9,4 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	7,6 %	10,6 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	2,8 %	8,1 %
Obligations des pays émergents	6,8 %	7,5 %
Actifs non cotés, part en actifs de risque intermédiaire	3,55 %	3,1 %
<b>Actifs de risque intermédiaire</b>	<b>40,45 %</b>	<b>38,70 %</b>
Obligations d'entreprises de qualité en euros	13,3 %	10,8 %
Obligations d'entreprises de qualité en dollars	7,1 %	6,8 %
Adossement au passif	9,2 %	8,4 %
Liquidités	-0,5 %	0,5 %
Actifs non cotés, part en actifs de couverture	3,3 %	3,25 %
<b>Actifs de couverture</b>	<b>32,4 %</b>	<b>29,75 %</b>

### L'ALLOCATION STRATÉGIQUE 2023

L'allocation stratégique adoptée en juin 2023 a maintenu un poids élevé d'actifs à forte espérance de performance comme les actions et les obligations d'entreprises à haut rendement, dont les perspectives sont perçues comme toujours attrayantes à long terme. Afin de cristalliser une partie des gains captés d'octobre 2022 à juin 2023, le poids des actions non couvertes a baissé de 5 points, au profit des obligations d'entreprises à haut rendement. Le poids de ces dernières dans le portefeuille a même augmenté de 8 points, grâce également à l'ouverture des mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement en dollars

qui a permis de finaliser la mise en œuvre de l'allocation stratégique 2022.

### LA GESTION TACTIQUE

Le mouvement de gestion flexible le plus important a été la découverte des actions zone euro d'environ 2,2 Md€ décidée mi-mars, qui était encore conséquente fin 2022 en raison alors de la prudence du FRR sur les perspectives d'évolution de l'inflation et de la croissance. Ce mouvement a été extrêmement bénéfique puisque les actions de la zone euro ont alors gagné environ 11 % jusqu'à fin 2023. En conséquence, le poids des actions couvertes a baissé de 10 points entre fin 2022 et fin 2023.



# 35

La  
responsabilité  
au cœur  
de la gestion  
financière  
du FRR

# POLITIQUE EN MATIÈRE DE DURABILITÉ

## La stratégie ISR du FRR a été revue en 2023

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 des stratégies ISR pluriannuelles 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), 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.

Ces stratégies rassemblant les principes généraux, les objectifs concrets, les étapes et les moyens sont conçues par le Directoire et approuvées par le Conseil de surveillance 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 de Gouvernance dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des entreprises dans lesquels ils investissent. Il a également mis en place une politique globale d'exercice de ses droits de vote.

**En 2023, la stratégie ISR a été repensée pour la période 2024-2028 afin d'en renforcer l'engagement.** Le FRR a notamment durci sa stratégie vis-à-vis des énergies fossiles et décidé d'agir plus concrètement concernant la prise en compte de la biodiversité.

Cette stratégie sera déployée en ciblant les trois domaines prioritaires suivants :

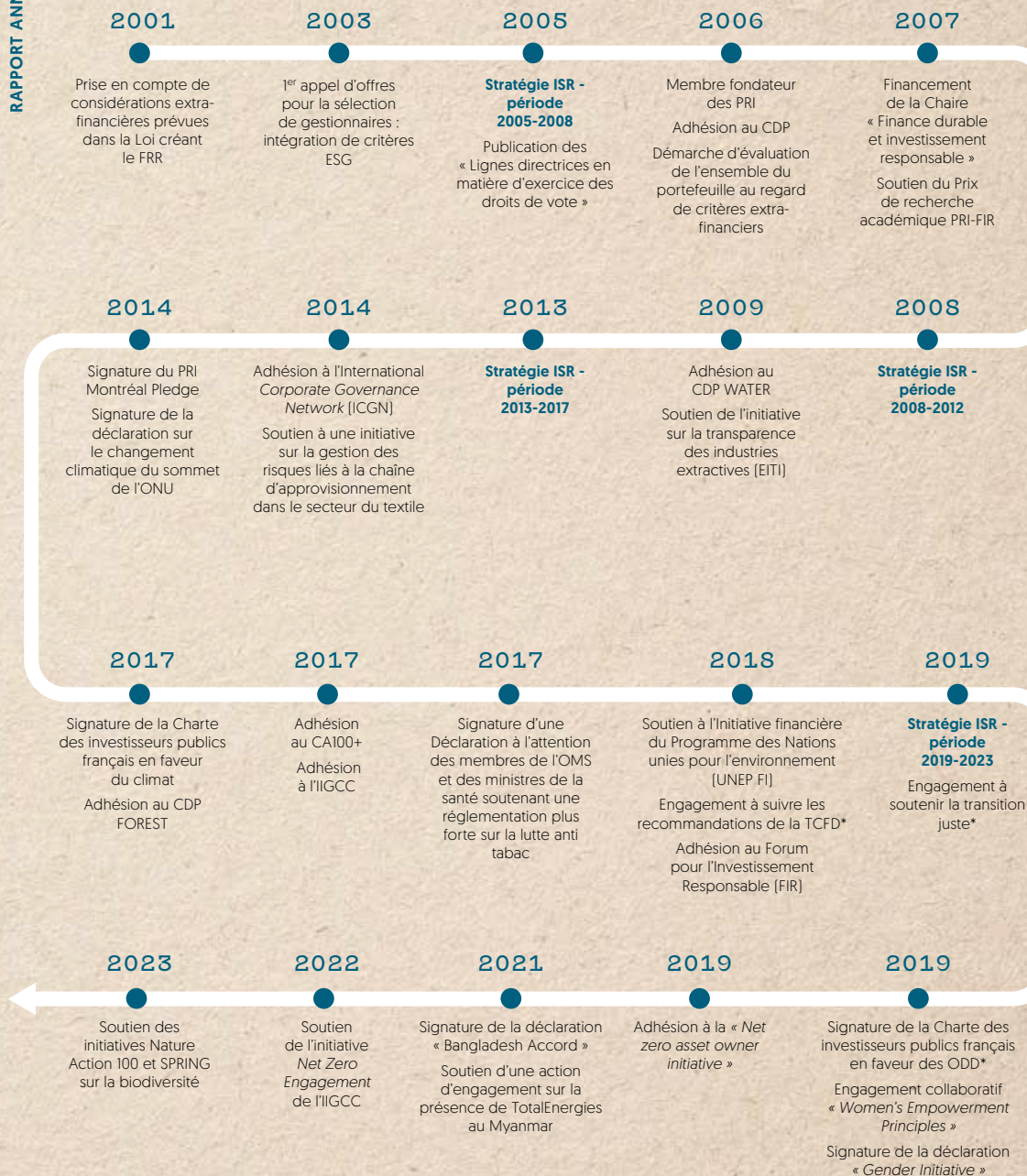
- Favoriser la transition énergétique et écologique;
- Promouvoir l'équité sociale;
- Préserver la biodiversité;

et en s'appuyant sur 3 leviers principaux :

- L'orientation des investissements;
- L'action sur l'écosystème de la gestion financière [gérants, fournisseurs d'indices, agences de notation extra-financière, etc.];
- L'influence sur les entreprises.



## LES PRINCIPAUX JALONS



\* 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.

\* Transition juste : prise en compte de la dimension sociale dans les décisions liées à la transition énergétique.

## 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 entreprises 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, Principes de l'Investissement Responsable). 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	INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX	INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX SOCIÉTAUX	INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX DE GOUVERNANCE
 <p>Charte des Investisseurs Publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable</p> 	   <p>Net-Zero Asset Owner Alliance</p> <p>Charte des investisseurs publics français en faveur du climat</p>  	 <p><i>Investor statement on the Bangladesh accord</i></p> <p><i>Statement on tobacco</i></p> <p><i>Gender initiative</i></p>	 

## Les lignes directrices de vote du FRR

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 stratégie 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 accrus 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.

Début 2023, les lignes directrices de vote ont fait l'objet d'une actualisation afin d'apporter des précisions sur certaines thématiques et de tenir compte des évolutions réglementaires. Ont notamment été soulignés :

- L'importance de la mise en place au sein des Conseils d'un **Comité dédié aux enjeux de Responsabilité Sociale des Entreprises** (RSE).
- Le souhait de la mise en place **d'un vote régulier en Assemblée Générale sur les ambitions climatiques et sur un reporting climat**.
- L'incitation à la **publication d'un ratio d'équité** par les entreprises, y compris dans les pays où ce dernier n'est pas obligatoire. Ce ratio indique le rapport entre la rémunération la plus haute de l'entreprise et la moyenne et la médiane des rémunérations des salariés. De plus, afin de préserver la cohésion sociale de l'entreprise, le FRR souhaite que la rémunération globale annuelle des dirigeants soit plafonnée à 100 fois le salaire minimum du pays du siège social, ou en l'absence de salaire minimum, à 50 fois la rémunération médiane calculée au niveau du Groupe.
- La nécessité d'analyser la distribution de dividendes par les sociétés en portefeuille :
  - en tenant compte de l'évolution de la masse salariale de la société pour veiller à une association équitable des salariés et des actionnaires sur le long terme
  - en phase avec les enjeux de la transition énergétique et des investissements associés.

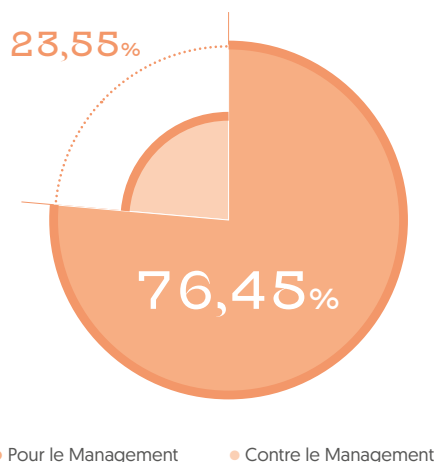
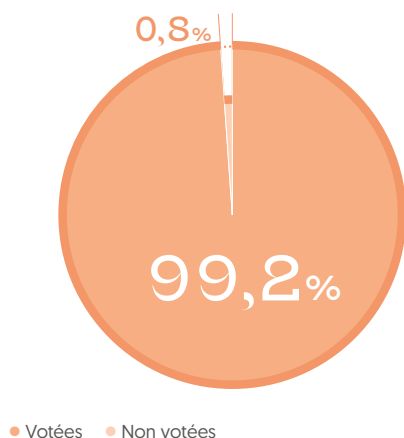
Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés par les gestionnaires d'actifs qu'il a sélectionnés, et ce dans les seuls intérêts du Fonds.

Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote consultables sur le site internet du FRR 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.

### L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

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 2023 à 1336 assemblées générales et de voter sur plus de 19 000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à 99,2 % des assemblées générales auxquelles il était possible de voter.

#### NOMBRE D'AG AUXQUELLES A VOTÉ LE FRR EN 2023



Les gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions proposées par le management lors des assemblées générales à 76,45 % POUR et à 23,55 % CONTRE.

Il faut également noter un nombre important de résolutions portant sur les rémunérations exceptionnelles des dirigeants et sur le climat, la diversité et l'inclusion. Les résolutions portant sur le « *Say on climate* » ont poursuivi leur progression. L'exigence des actionnaires se traduit par un taux de soutien qui a tendance à diminuer.

Le FRR est très vigilant sur la prise en compte des enjeux extra-financiers, notamment sociaux, sociétaux 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.



## L'intégration des nouveaux référentiels

Le paysage réglementaire entourant l'investissement ESG (Environnement, Social et Gouvernance) est en pleine évolution, avec l'introduction de nouvelles directives et exigences qui ont un impact significatif sur les entreprises et les investisseurs. Ces réglementations visent à accroître la transparence, la responsabilisation et la promotion de pratiques commerciales durables.

L'un des changements les plus importants est l'adoption de la directive européenne sur la déclaration des informations non financières (CSRD – *Corporate sustainable reporting directive*) par le Parlement européen en février 2023. La CSRD élargit considérablement le champ d'application des exigences de *reporting* ESG, obligeant un plus grand nombre d'entreprises à divulguer des informations détaillées sur leur performance en matière d'environnement, de social et de gouvernance.

En outre, l'Autorité européenne des marchés financiers [AEMF – en anglais ESMA] a publié des directives clarifiant les exigences de divulgation ESG pour les fonds d'investissement et les produits d'investissement durable. Ces directives visent à garantir que les informations ESG fournies aux investisseurs soient comparables, fiables et pertinentes.

Ces nouvelles réglementations ESG ont des implications importantes pour les entreprises et les investisseurs. Les entreprises devront s'adapter aux nouvelles exigences de *reporting* et renforcer leurs pratiques ESG pour répondre aux attentes des investisseurs et des parties prenantes. Le FRR, quant à lui, disposera d'informations plus complètes et plus comparables pour prendre des décisions d'investissement éclairées en tenant compte des facteurs ESG.

Le FRR publie chaque année un Rapport de Durabilité initialement conformément à la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la Transition énergétique pour la croissance verte [article 173] et maintenant 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. 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, à la fois concernant les risques potentiels des critères ESG sur les investissements, et à l'inverse les Principaux Impacts Négatifs des investissements sur les facteurs de durabilité [*Principle Adverse Impact* – PAI];
- Règlement européen Taxonomie des activités durables, entré en vigueur partiellement début 2022;
- Recommandations de la TCFD<sup>7</sup>.

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.

# MODALITÉS DE CONTRIBUTION À LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

La transition énergétique, enjeu majeur de la première partie du 21<sup>e</sup> siècle, déterminant pour garantir le maintien des conditions de la vie humaine dans un environnement acceptable, est l'un des engagements forts du FRR. Ainsi, 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 Owner 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 ».

## Décarbonation du portefeuille

### OBJECTIFS DE RÉDUCTION DES ÉMISSIONS EN VALEUR ABSOLUE

Dans le cadre de son adhésion à la *Net Zero Asset Owner 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 -20 % et -32 % d'ici fin 2024 dans une première étape.

Début 2021, le FRR a finalisé les études nécessaires à la fixation de ses objectifs qu'il a rendus 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 fin 2024 par rapport à 2019 des émissions de ses portefeuilles actions des pays développées 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 Owner Alliance*, ces objectifs seront revus par périodes de cinq années.

**En 2023, le FRR a commencé à calibrer son prochain objectif à l'horizon 2029** et par anticipation, les appels d'offres en cours tiennent compte d'objectifs plus ambitieux. En effet, le FRR vise une réduction de 40 % des émissions de son portefeuille global de 2019 à 2025 et une réduction 60 % de 2019 à 2029 pour chaque nouveau mandat de gestion d'actions ou d'obligations d'entreprises quand cela est possible.

Par ailleurs, le FRR a lancé un projet de collecte et de calcul de ses émissions de CO<sub>2</sub> de ses portefeuilles de titres non cotés.



## ATTRIBUTION DE NOUVEAUX MANDATS CRÉDITS COMPORTANT DES OBJECTIFS DE DÉCARBONATION

**En 2023, le FRR a attribué quatre mandats de gestion responsable en obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollar.** Le FRR poursuit son engagement à intégrer, et ce quelle que soit la classe d'actifs, la dimension responsable dans sa gestion. Le FRR a explicitement demandé dans ces mandats que les candidats sélectionnés prennent en compte dans leur gestion les enjeux du changement climatique dont notamment la réduction des émissions de CO<sub>2</sub>, la contribution à la transition écologique et énergétique et l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 1,5 °C. Ils doivent également chercher à développer des expertises et/ou des stratégies spécifiques sur les obligations à impact. Les 4 gérants montrent des expertises fortes et souvent réelles sur ces sujets cruciaux dans la politique d'investisseur responsable du FRR.

Les 4 mandats ont débuté en mars 2023 avec un objectif de réduction de 35 % des émissions par rapport au niveau des émissions de GES de l'indice de référence constaté à la date d'activation des mandats, et de 60 % d'ici 2028.

## FIXATION D'OBJECTIFS DE DÉCARBONATION DE PLUS EN PLUS AMBITIEUX AU FUR ET À MESURE DU RENOUVELLEMENT DES MANDATS DE GESTION

Dans le cadre des appels d'offres lancés par le FRR, les nouveaux marchés intègrent désormais systématiquement des objectifs chiffrés de décarbonation.

Fixés initialement uniquement sur la gestion individuelle actions à -50 % par rapport aux indices de référence, le FRR recherche désormais une décarbonation en valeur absolue.

**Depuis leur activation, les mandats dédiés au marché du crédit *Investment Grade*** sont assortis d'une contrainte de décarbonation. Le marché dédié au crédit européen de bonne qualité dont les mandats ont été activés en octobre 2021, doivent présenter une décarbonation de -30 % à hori-

zon mi-2024, quand leurs équivalents américains activés en juillet 2022 ont une contrainte fixée à -40 % dès leur démarrage.

À fin décembre 2023, l'ensemble des portefeuilles dépasse largement ces niveaux de décarbonation souhaités. Le marché dédié au crédit européen de bonne qualité est décarboné de l'ordre de 59 % fin 2023, le marché équivalent sur les obligations libellées en dollars de 66 %. Cette réduction se matérialise généralement par une sous-exposition aux secteurs les plus intensifs.

**Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en euros** également activés lors du dernier trimestre de 2021 intègrent pour la première fois une dimension responsable. Les cinq gérants sélectionnés sur ce marché montrent des résultats très positifs sur la thématique responsable et respectent tous l'objectif de décarbonation ambitieux imposé par le FRR. À ce titre, au 31/12/2023, la réduction des émissions carbone sur la poche HY EUR est de -44 % par rapport au niveau de l'indice lors de l'activation alors que l'objectif à cette date, en suivant une réduction linéaire pendant la durée du marché, aurait été de faire -25 % de décarbonation. Les gérants sont donc en avance et vont même plus loin que l'objectif de décarbonation de -30 % sur la classe d'actifs.

**Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars** ont été activés en mars 2023. Ces derniers intègrent un objectif de décarbonation de -35 % par rapport au niveau de l'indice de référence à la date d'activation des mandats et ce dès le transfert des titres, ainsi qu'un objectif de -70 % à la fin du marché prévue en 2028. Cet objectif de décarbonation est ambitieux pour une classe d'actifs où la couverture et la qualité des données est inférieure à ce qui peut être fait en Europe, même si c'est en amélioration, et pour laquelle l'industrie de l'Energie est l'une des plus importantes. L'ensemble des gérants respectent l'objectif de décarbonation au démarrage avec deux gérants qui vont même plus loin. Finalement, la poche d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars affiche un niveau de décarbonation de -50 % à fin décembre 2023 par rapport au niveau de l'indice lors de l'activation.

À noter que des objectifs supplémentaires vont être appliqués à l'ensemble de ces marchés pour le reste de leur durée de vie, en ligne avec les engagements du FRR à horizon 2029.

Par ailleurs, dans le cadre des appels d'offres lancés en 2022 et en 2023, la cible de réduction des émissions carbone sur la gestion d'actions européennes de petites capitalisations par rapport

à l'indice de référence 2024 a été fixée à 40 % au démarrage et 75 % avant juin 2029.

Pour la gestion d'actions françaises de petites capitalisations la cible est de -40 % par rapport à l'indice de référence 2024 et de 70 % avant la fin de l'année 2028. Ces mandats seront activés à l'été 2024.

TABLEAU DES EXIGENCES DE DÉCARBONATION PAR CLASSE D'ACTIFS

	Objectif au démarrage	Objectif final
Actions indicielles Accord de Paris	-50 %	-50 %
Obligations d'entreprises de qualité en euros	-0 %	-30 % avant le 30 juin 2024*
Obligations d'entreprises de qualité en dollars	-40 %	-40 %*
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	-0 %	-30 % avant le 30 juin 2024*
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	-35 %	-60 % avant le 31 décembre 2028
Actions de petites et moyennes capitalisations européennes	-40 %	-75 % avant le 30 juin 2029

\* De nouveaux objectifs plus ambitieux et cohérents avec les réductions d'empreinte carbone d'autres classes d'actifs seront fixés à compter du second semestre 2024.

## Actions d'engagement réalisées en 2023 sur la thématique « climat »

### AU NIVEAU DES MANDATS

L'amélioration des métriques est l'un des aspects de la politique d'investisseur responsable du FRR, mais cette dernière met aussi en avant la nécessité d'inciter par le dialogue les entreprises à atteindre une trajectoire plus vertueuse. Ces engagements sont portés par les sociétés de gestion et contribuent à la démarche durable prônée par le FRR.

**1. Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement** émises en euros, lancés fin 2021, ont de nouveau montré sur l'année 2023 des résultats extrêmement encourageants pour une classe d'actifs obligataire. En effet, les gérants ont mis en place des démarches d'engagement nombreuses avec les émetteurs de leur portefeuille ou de l'univers que ce soit en direct ou au travers d'initiatives collaboratives. On retrouve dans l'ensemble une part importante d'engagements en faveur du climat, même si les autres dimensions sociales et de gouvernance sont aussi bien couvertes par les gérants.

**2. Les mandats de gestion action indicielle cohérente avec l'Accord de Paris** intègrent aussi de manière importante la dimension d'engagement des entreprises en portefeuille. Ainsi, les 3 gérants présentent des mesures d'engagement avec la quasi-totalité des entreprises qui composent leur univers d'investissement sous la forme de dialogue direct ou de participation à des initiatives collaboratives et les sujets mis en avant couvrent souvent les problématiques environnementales. Ainsi, on retrouve entre autres dans les sujets abordés la préservation de la biodiversité, la transition vers une économie bas carbone, la validation d'engagement SBTi ou l'application de bonnes pratiques d'un point de vue fiscal.

**3.** Les mandats d'obligations *Investment Grade* et *High Yield* européen et américain sont en outre assortis d'une obligation de *reporting* spécifique semestriel sur différents thèmes, et, en particulier, sur les actes d'engagement menés auprès de certains émetteurs en portefeuille (le nombre d'émetteurs en portefeuille faisant l'objet d'un engagement, thème de celui-ci, type d'engagement direct ou bien via une action collective...).

### AU NIVEAU DU FRR

#### ACTIONS D'ENGAGEMENT COLLECTIVES

La Climate Action 100+, la plus grande initiative d'engagement d'investisseurs sur le changement climatique, a poursuivi son développement en 2023. La Climate Action 100+ compte désormais plus de 700 signataires représentant 68 000 Md\$ d'actifs sous gestion qui dialoguent avec 170 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.

Le rapport 2023 du *Net-Zero Company Benchmark* dresse un bilan contrasté. En effet, il relève que les entreprises ciblées continuent de progresser sur la fixation des objectifs de neutralité nette pour 2050 ou avant. Elles sont désormais 77 % alors qu'elles n'étaient que 75 % un an auparavant. En outre, 90 % des entreprises suivent désormais les recommandations de la TCFD contre 91 % l'année précédente (le nombre d'entreprises est passé de 167 à 170).

Cependant, ces évolutions sur les objectifs affichés et la transparence ne doivent pas occulter la nécessité de traduire cela en actions concrètes de diminution des émissions. Or, la publication d'objectifs de réduction des émissions sur le court terme et le moyen terme reste minoritaire (respectivement 21 % et 11 % des entreprises). Enfin, l'alignement des investissements avec les ambitions affichées demeure marginal : 1 % des entreprises répondent totalement à ce critère et 42 % partiellement. D'importants progrès restent donc à réaliser.

## ACTIONS D'ENGAGEMENT MENÉES À L'INITIATIVE DU FRR

Dans le cadre de la NZAOA, le FRR a sollicité deux gérants afin qu'ils entament une action d'engagement vis-à-vis d'une sélection d'entreprises en portefeuilles. Les 26 entreprises ciblées ont été sélectionnées en suivant les règles du « *Target Setting Protocol* » de la NZAOA. Ce dernier prévoit une sélection d'au moins 20 entreprises en portefeuille, en mettant l'accent sur les responsables des émissions « engendrées par les entreprises détenues dans le portefeuille » ou celles qui sont responsables d'un total de 65 % des émissions engendrées par les entreprises détenues en portefeuille. Le résultat souhaité de ces actions d'engagement est l'alignement sur les trajectoires prévoyant un non-dépassement ou un dépassement limité du seuil de 1,5 °C.

Ces deux gérants devront utiliser la grille d'analyse développée par l'initiative CA 100+ (le « *Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark* »), pour réaliser leurs propres analyses. L'utilisation de cette grille d'analyse permet de mesurer de manière la plus objective possible le positionnement des entreprises ciblées, et les progrès réalisés sur la durée de l'engagement (prévue jusqu'à fin 2024). Elle permet également de comparer les niveaux d'avancement des entreprises sur les différents sujets : objectifs de neutralité, stratégie de décarbonation, alignement des dépenses d'investissement, lobbying climatique, gouvernance climatique, transition juste et conformité du *reporting* aux recommandations de la TCFD.

## 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 puis ramené à 10 % en 2018 afin de s'engager encore plus dans une économie à faible intensité carbone. Dans le cadre de sa nouvelle stratégie d'investisseur responsable, ce seuil est appelé à baisser davantage.

# L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRISES SUR TOUS LES ENJEUX ESG

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 biannuels ainsi que dans les *reportings* annuels.

## L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRISES SUR LEURS ENJEUX ESG

### 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 été force de traction pour les sociétés de gestion, qui ont développé de façon croissante et poussé le suivi des aspects ESG, avec l'adhésion des équipes dirigeantes des sociétés en portefeuille.

Si, ces dernières années, l'axe d'intervention majeur a été d'agir sur la gouvernance, les sociétés de gestion ont accentué leur action sur les deux autres piliers à savoir l'environnement, et le social. Dans le cadre de la mise en place de la réglementation SFDR, les sociétés de gestion ont été très actives dans le déploiement de leur politique

ESG, qui est reconnue comme un enjeu central par l'ensemble des gestionnaires du FRR.

Parmi les gestionnaires leaders 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 9 ans un prix récompensant les acteurs sur leurs démarches et les progrès réalisés. Plusieurs gestionnaires du FRR ont déjà été nommés ou récompensés ces dernières années et, en 2023, le jury comportait un membre de l'équipe du FRR.

## BILAN DES ACTIONS D'ENGAGEMENT 2023 (HORS THÉMATIQUE CLIMAT) AU NIVEAU DU FRR

À l'issue de l'analyse annuelle par un tiers, au regard 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, 139 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée ont été identifiées début 2023, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR.

Parmi celles-ci, le FRR a sélectionné, pour son plan de dialogue 2023 via ses gestionnaires, les 5 entreprises suivantes : JBS, Bunge, BMW, BALFOUR BEATTY et TELENOR, et a engagé le dialogue avec 8 de ses gestionnaires sur ces 5 entreprises controversées.

Cette campagne de dialogue a permis de constater que les niveaux d'implication des gestionnaires sont de plus en plus homogènes, de bonne qualité et en amélioration chaque année. Les points suivants caractérisent la campagne de dialogue 2023 : les gérants ont bien identifié les controverses et dialoguaient déjà pour un cas sur deux avec les entreprises. Les réponses reçues ont été jugées satisfaisantes dans la majorité des cas (9 cas sur 10). En conséquence, aucun gestionnaire ne propose de désinvestir.

## PRINCIPALES ACTIONS D'ENGAGEMENT 2023 (HORS THÉMATIQUE CLIMAT) AU NIVEAU DES MANDATS

Au fur et à mesure du renouvellement des marchés de gestion d'actifs, les mandats sont assortis d'une **obligation renforcée de reporting semestriel** sur différents thèmes, et, en particulier, **sur les actes d'engagement menés auprès de certaines entreprises en portefeuille**.

Parmi les informations requises par le FRR, les sociétés de gestion doivent indiquer le nombre d'émetteurs en portefeuille faisant l'objet d'un engagement, en précisant le thème de celui-ci et préciser s'il s'agit d'un engagement direct ou bien via une action collective.

## POLITIQUE D'EXCLUSION

Conformément à sa stratégie, le FRR a mis en place des critères d'exclusion concernant :

- Des pratiques de certaines entreprises ne respectant 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).
- Des 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.

- Des activités liées au charbon, qui portent particulièrement atteinte au climat. Ces pratiques et activités controversées ont fait l'objet d'une analyse par Morningstar fin 2023.

Les armes controversées exclues concernent les mines anti-personnel (interdites par la Convention d'Ottawa en 1997, signée par 164 pays), les armes à sous-munition (interdites par la Convention d'Oslo en 2008, signée par 108 pays), 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 met à jour sa liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement Responsable du Conseil de surveillance sur la base d'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 2023, 17 entreprises identifiées dans l'univers d'investissement du FRR sont placées sur la liste d'exclusion :

Producteur / Développeur	Pays
Aerospace Long-March International Trade Co., Ltd.	Chine
Anhui GreatWall Military Industry Co., Ltd.	Chine
China North Industries Corp.	Chine
Compania Nationala ROMARM SA	Roumanie
Defense Research & Development Organization	Inde
Electromechanical Ordtech Ltd.	Grèce
Global Industrial & Defence Solutions	Pakistan
LIG Nex1 Co., Ltd.	Corée du Sud
Makine ve Kimya Endüstrisi AS	Turquie
Nityanand Udyog Pvt Ltd.	Inde
Poongsan Corp.	Corée du Sud
POONGSAN HOLDINGS Corp.	Corée du Sud
Rostec Corp.	Russie
SNT DYNAMICS Co., Ltd.	Corée du Sud
SNT Holdings Co., Ltd.	Corée du Sud
The Day & Zimmermann Group, Inc.	État-Unis
Yugoimport-SDPR	Serbie



# 4

L'impact du  
FRR sur son  
éco-système

# IMPACT SUR LE SOUTIEN À LA DÉCARBONATION ET AUX TRANSITIONS ÉCOLOGIQUE ET ÉNERGÉTIQUE

## Principaux indicateurs climatiques

En 2007, le FRR a calculé, pour la première fois, l'empreinte environnementale de son portefeuille. Depuis, en ligne avec sa stratégie de l'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 fonds.

Le FRR a lancé en 2023, un appel d'offres visant à renouveler son prestataire chargé de la mesure et de l'analyse de l'empreinte environnementale et climatique du portefeuille du FRR. À l'issue de cette procédure, le FRR a retenu S&P Global Market Intelligence LLC pour une durée de 4 ans, avec possible reconduction d'une année.

La méthodologie retenue couvre les **émissions générées par les opérations des entreprises et leurs fournisseurs directs**. Les émissions carbonées

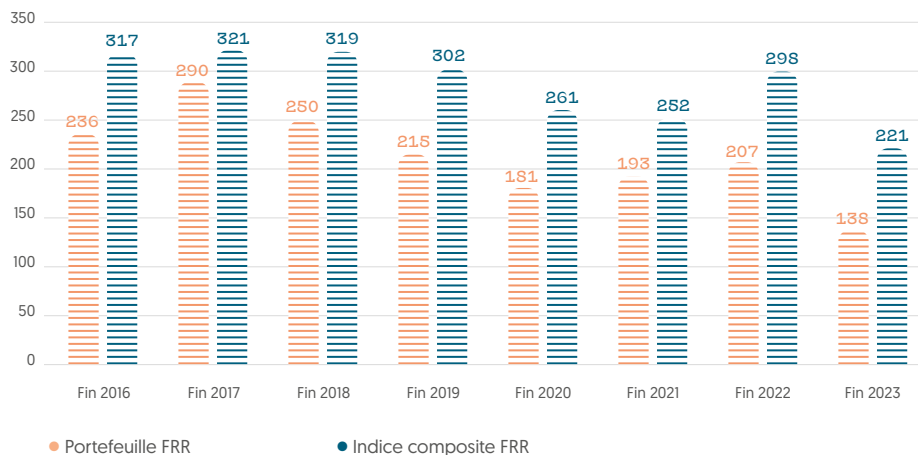
sont **estimées en intensité moyenne pondérée (ou WACI – *Weighted Average Carbon Intensity*)** et exprimées en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> émises par million d'euros de chiffre d'affaires.

### EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE ACTIONS

Fin 2023, la moyenne pondérée des intensités carbone (méthode WACI) des entreprises dans le portefeuille Actions monde du FRR s'élevait à 138 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle était inférieure de 38 % à celle de l'indice de référence du FRR. **De 2016 à 2023, l'empreinte carbone du portefeuille actions du FRR a diminué de 41 % (soit environ 5 % par an)** tandis que celle de l'indice représentatif du portefeuille du FRR n'a diminué que de 30 %.

## ÉVOLUTION DE L'EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE GLOBAL ACTIONS EN TONNES D'ÉQUIVALENT CO<sub>2</sub> PAR MILLION D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES

Source : S&P Global Sustainable 1



Le tableau ci-après compare la décarbonation cumulée des portefeuilles actions du FRR entre 2016 et 2023. On observe une forte tendance de décarbonation du portefeuille Actions Développées et émergentes malgré des indices en retrait notamment sur les marchés émergents [-42,2 % contre -7,5 %].

	Portefeuille	Indice
Actions monde	-41,5 %	-30,3 %
Actions Marchés développés	-43,7 %	-41,0 %
Actions Pays émergents	-42,2 %	-7,5 %

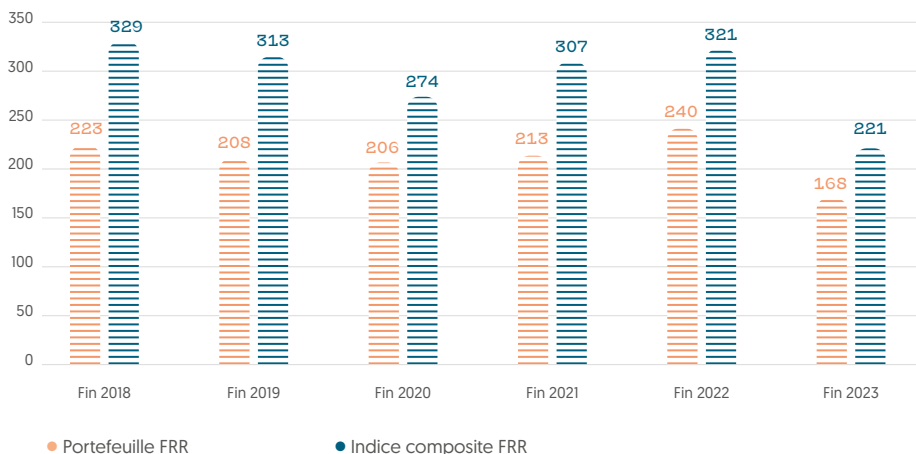
### EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

Les obligations vertes financent des projets ayant un impact environnemental positif, tels que les énergies renouvelables ou les transports écologiques. En ce sens, on pourrait considérer qu'elles n'ont pas d'émissions de CO<sub>2</sub> nettes. Cependant, il est important de noter que les projets financés par les obligations vertes ne sont pas toujours exempts d'émissions de CO<sub>2</sub>. Par exemple, un projet d'énergie renouvelable peut générer des émissions de CO<sub>2</sub> pendant sa phase de construction. Par ailleurs, l'émetteur de l'obligation verte peut avoir d'autres activités qui génèrent des émissions de CO<sub>2</sub>.

À ce stade, le FRR attribue l'empreinte de l'émetteur aux obligations vertes, ce qui correspond à la méthodologie du prestataire. Il s'agit d'une approche conservatrice. Néanmoins, le FRR demande à ses gestionnaires de s'exposer aux obligations vertes au-delà de leur proportion dans les indices de référence. Ces expositions apparaissent donc dans les empreintes des portefeuilles déclarées par le FRR qui sont, de fait, majorées.

## ÉVOLUTION DE L'EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE OBLIGATIONS D'ENTREPRISES EN TONNES D'ÉQUIVALENT CO<sub>2</sub> PAR MILLION D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES

Source : S&P Global Sustainable 1



Fin 2023, l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises du FRR s'élève à 168 tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 24 % à celle de l'indice de référence. De 2018 à 2023, l'empreinte carbone du portefeuille a baissé de 25 % et celle de l'indice de référence a baissé de 33 %. Cet écart provient d'une allocation d'actifs plus significative vers les obligations à haut rendement [qui présentent davantage de contenu en carbone] en raison de la stratégie d'investissement, au détriment des obligations de qualité moins carbonées. Cet « effet allocation » a vocation à être compensé par les objectifs ambitieux du FRR inscrit au niveau de chaque mandat et sa volonté de tendre vers la neutralité carbone.

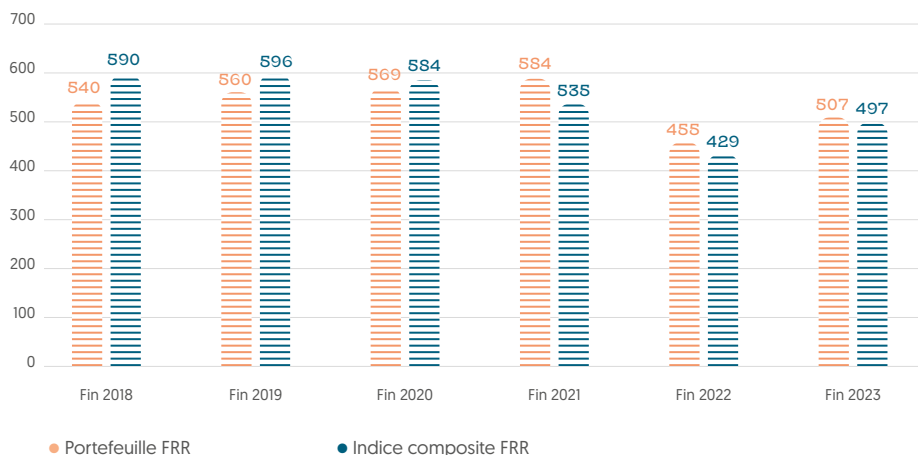
### EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE OBLIGATIONS D'ÉTAT

La méthodologie d'analyse de l'empreinte carbone par S&P Global Sustainable 1 d'un portefeuille d'actifs souverains est basée sur les émissions totales de gaz à effet de serre du pays, reflétant ainsi le rôle spécifique du secteur public en tant que fournisseur de services clés pour l'économie et en tant que législateur influant sur les empreintes carbonées. Le périmètre recouvre :

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

Le graphique de la page suivante correspond à la moyenne pondérée des intensités carbone du portefeuille d'emprunts d'État 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, notamment l'Indonésie (4,12 % dans le portefeuille contre 3,72 % dans l'indice) dans le portefeuille du FRR par rapport à la France (54,06 % de France pour le portefeuille contre 55,97 % pour l'indice).

## INTENSITÉ CARBONE (MÉTHODE WACI)



## Impact sur le financement de la transition énergétique

Le FRR se donne également comme objectif de contribuer au financement de la transition énergétique par l'intermédiaire de ses mandats cotés avec des cibles de décarbonation évoluant au fur et à mesure des renouvellements, des financements en infrastructure et en obligations vertes.

Les objectifs explicites du thème de la transition énergétique dans l'ensemble des mandats a incité les sociétés de gestion à l'intégrer de manière plus poussée dans le processus de gestion.

## MANDATS DE GESTION D'ACTIONS COTÉES

En particulier, les mandats de réplication d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris favorisent ainsi les entreprises qui contribuent à la transition énergétique sous différents angles et via des métriques innovantes. Les portefeuilles peuvent **favoriser les entreprises présentant un scénario de température aligné avec l'Accord de Paris, et plusieurs portefeuilles affichent ainsi des températures inférieures à 1,8 °C**, des améliorations notables par rapport à

leur indice de référence. Certains portefeuilles surpondèrent les entreprises qui ont fait valider leur politique de transition énergétique auprès de la *Science Based Target Initiative*. Enfin, certains mandats dirigent leurs **investissements en priorité vers les entreprises pour lesquelles la greentech représente une part importante de leur chiffre d'affaires**. En outre, certains mandats intègrent aussi des objectifs d'amélioration d'un score de transition basé sur une méthodologie propre à la société de gestion. Les résultats de ces portefeuilles en faveur de la transition énergétique sont très positifs, sans pour autant dénaturer la gestion de réplication d'indices.

Les gérants des autres mandats investis en actions *small cap* européennes et françaises mais aussi en actions japonaises et américaines sont également tenus de démontrer l'intégration dans leur processus de gestion des enjeux ESG, notamment les enjeux du changement climatique et en rendre compte au FRR en produisant un *reporting* à la fois quantitatif et qualitatif qui montre les évolutions et les progrès réalisés tant par le gestionnaire lui-même que par les entreprises.

Alors que la réglementation de l'industrie de la gestion au Japon et aux US sur ces aspects est moins lourde qu'en Europe, tous les gérants ont fortement progressé sur la prise en compte de ces sujets dans leur gestion et sur le développement de leurs *reportings*.

Même si ces mandats ne se sont pas vu opposer d'objectif chiffré de réduction des émissions de GES, ce qui sera le cas pour les nouvelles générations de mandats après leur arrivée à échéance, les efforts se sont poursuivis notamment sur l'analyse de l'alignement avec la cible de 1,5 °C et son impact sur l'activité.

### MANDATS OBLIGATAIRES

Les mandats obligataires intègrent aussi une démarche en faveur de la transition énergétique. Le FRR a demandé aux sociétés de gestion de prendre en compte ces thèmes lors de l'analyse des titres et la construction de portefeuille, et l'un des résultats les plus explicites en faveur de la transition énergétique est la **représentation de plus en plus importante des obligations vertes** dans l'univers d'investissement et aussi dans les portefeuilles *Investment Grade* et *High Yield* Euro et *Investment Grade* et *High Yield* américain.

Fin 2023, les Green Bonds représentent un volume **de 556 M€ soit un équivalent de 2,62 % des encours globaux du FRR et 7,24 % des encours de mandats dédiés au crédit.**

Plus précisément, les mandats de gestion du Crédit Investment Grade Euro comptent 13,28 % de leurs encours dans cette catégorie d'obligations contre 13,70 % dans leur indice de référence. Les mandats *High Yield* Euro détiennent quant à eux 9,60 % d'obligations vertes contre 8,25 % pour leur indice. Les gérants *High Yield* Euro favorisent donc ce type d'obligations durables dans leur gestion.

Aux États-Unis, les obligations vertes sont encore peu développées. Ce poids est de 1 % pour les mandats de Crédit Investment Grade américain alors que l'indice de référence en comporte 1,86 %.

Enfin, les gérants *High Yield* US surpondèrent tout de même légèrement ces dernières avec un poids dans la poche de 1,27 % alors qu'elles ne représentent que 1,13 % de l'indice.

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

### INFRASTRUCTURES CONTRIBUANT À LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Le FRR a engagé un montant total de 485 M€ en infrastructures destinées essentiellement au financement de la transition énergétique. 436 M€ ont été appelés dont 9 M€ au titre de 2023 et l'encours valorisé se monte à 600 M€. Cette classe d'actifs à fin 2023 a apporté au FRR des rendements très supérieurs à son proxy coté ainsi que l'illustrent quelques sorties du portefeuille [cf. encadré].



## Sorties du portefeuille Infrastructures

En novembre 2023, une unité de méthanisation aux Pays Bas [SFP Zeeland] portée à hauteur de 40 % depuis 2021 par le fonds SWIFT I [catégorisé article 9] géré par Swen Capital Partners aux côtés de SFP Group, a été cédée à Cargill, un leader mondial dans le commerce des matières premières. Cette opération a permis de matérialiser **un TRI très élevé et un multiple supérieur à 5X**. Ce remboursement de nominal équivalent à 20 % des engagements du fonds porte le total des distributions à 32 % des montants appelés [DPI] après seulement 4 ans et demi d'existence.

Outre cette part du capital dans SFP Zeeland, le fonds SWIFT a également investi dans des prêts d'actionnaires qui sont en grande partie maintenus à ce stade dans le fonds.

SFP Zeeland est une usine de biométhane de 40 MW qui traite 300 000 tonnes d'intrants par an, principalement du fumier et des flux résiduels de l'industrie agroalimentaire. L'usine produit 20 000 tonnes de CO<sub>2</sub> liquéfié et 200 000 tonnes de digestat. Une installation de traitement des eaux usées a été ajoutée à l'usine pour faciliter le post-traitement du digestat. La société SFP Group permet, au travers de ses actifs, d'accélérer la tran-

sition énergétique, en particulier dans le secteur des transports et de l'industrie, en augmentant la production de gaz vert. Les intrants utilisés dans le processus de méthanisation sont des déchets locaux, le digestat est vendu aux agriculteurs locaux et la production de biométhane est injectée dans le réseau local. Une partie de la consommation d'électricité de l'usine est fournie par un parc photovoltaïque appartenant à SFP. Enfin, le CO<sub>2</sub> biogénique coproduit dans le processus de méthanisation est vendu aux serres voisines.

Les objectifs assignés à cet actif par le comité d'impact, dont le FRR est un des membres, sont suivis dans le temps. Depuis l'entrée de SFP Zeeland dans le portefeuille il y a deux ans, les **émissions nettes cumulées de CO<sub>2</sub> évitées ont atteint 108 172 tonnes**. 6 482 tonnes d'engrais azotés ont été substituées et **8 emplois directs ont été créés**. Ces objectifs d'impact, déterminés à la base pour 7 ans, seront évalués au prorata de la date de sortie et la performance d'impact finale se basera sur les données 2023 recueillies en 2024.

### CAPITAL INVESTISSEMENT FINANÇANT DES TECHNOLOGIES INNOVANTES CONTRIBUANT AUX TRANSITIONS ÉNERGÉTIQUE ET ÉCOLOGIQUE

Les fonds et mandats de capital-innovation sélectionnés par le FRR financent des innovations de rupture dont certaines participent à la transition énergétique à l'instar de Jimmy Energy, société

française développant un petit réacteur modulaire [« SMR »] basé sur une technologie de Réacteur à Haute Température [« HTR »] pour fournir aux sites industriels une chaleur sans carbone. La société a été sélectionnée par France 2030, et a obtenu une subvention, qui va lui permettre de lancer les commandes pour construire une première chaudière nucléaire industrielle en 2026.

## Investissement dans des fonds d'impact

### FONDS D'INFRASTRUCTURE À 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 CO<sub>2</sub>, 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 entièreté.

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.

### INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER À IMPACT SOCIAL ET ÉNERGÉTIQUE

L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif sur le plan environnemental, en construisant des logements aux consommations maîtrisées en centre-ville ou en continuité de la ville, évitant ainsi l'étalement urbain.

Ainsi, 96 % des résidences sont implantées en centre-ville ou en continuité de la ville existante et 71 % des bâtiments neufs ont été conçus selon un niveau RT2012 sans dérogation ou supérieur. Plus de 69 % des opérations sont certifiées (NF Habitat – NF Habitat HQE™ ou équivalent).

Il a également eu un impact positif tant sur l'aspect social, en permettant de loger plus de 11 000 personnes sous conditions de ressources avec une économie de loyer de près de 13 %, soit 1 313 € par ménage logé équivalant à près de 2 mois de loyer.

Compte tenu de l'objectif d'investissement durable recherché à travers la construction de logements intermédiaires, le fonds FLI a été classé comme un produit répondant aux exigences de l'article 9 du règlement SFDR.

Il poursuit également un objectif d'alignement de son patrimoine immobilier sur les objectifs environnementaux « Atténuation au changement climatique » et « Adaptation au changement climatique » pour l'activité éligible au fonds FLI à savoir « Acquisition et gestion de bâtiments ».

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 CO<sub>2</sub> 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.

# FINANCER L'ÉCONOMIE FRANÇAISE : UNE RESPONSABILITÉ SOCIALE INTERGÉNÉRATIONNELLE

Au 31/12/23, les encours sous gestion sont déployés sur 125 supports d'investissements (mandats et fonds) répartis entre 78 relations d'affaire.

Parmi ces 78 sociétés de gestion qui se sont vu confier un ou plusieurs supports d'investissements, 44 sont françaises et 46 % des encours totaux sont confiés à des équipes localisées en France. L'impact de l'activité du FRR sur l'éco-

système français est donc important mais se diffuse également en dehors des frontières nationales avec 22 % à des équipes basées aux Etats Unis, 21 % au Royaume Unis parmi les régions plus représentées qui prennent en compte les standards exigeants du FRR, dont on a pu constater l'amélioration continue au fur et à mesure des renouvellements de marché.

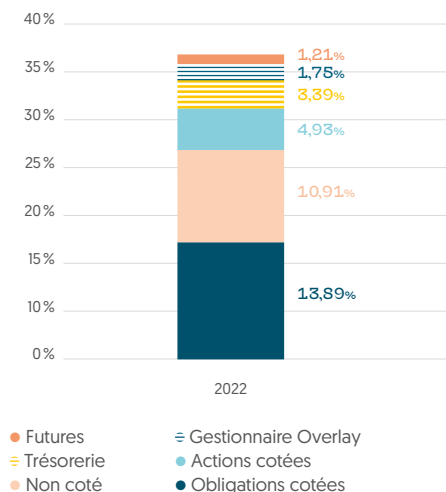
## Les actifs investis en France représentent une part très importante du portefeuille du FRR

**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 2023, **le poids de la France au sein des investissements du FRR s'élève à 30,9 %** et atteint 32,1 % en tenant compte des investissements en futures.

Afin de verser sa contribution annuelle à la Caisse d'amortissement de la Dette Sociale (CADES) chaque année, le FRR doit vendre une partie de ses actifs à hauteur de 2,1 Md€. Cette année encore, le FRR a diminué la taille de ses mandats obligataires de bonne qualité libellés en euro et en dollars, ainsi que ses mandats Actions zone euro et France en gestion optimisée notamment. Aucune cession n'a été réalisée sur les mandats *small cap* France pour lesquels le FRR a souhaité préserver les encours sous gestion.

### SOUTIEN À L'ÉCONOMIE FRANÇAISE EN % DES INVESTISSEMENTS TOTAUX SUR FRR AU 31/12/2023



Au 31/12/2023, sur l'ensemble des fonds et des mandats, 60,4 % des investissements du FRR se font en Europe. Concernant la répartition des investissements du FRR en France une grande partie des investissements provient des investissements en obligations cotées [OAT adossement 8,3 % - Crédit IG EUR 2,8 % - Crédit HY EUR 2,6 %

- Autres 0,19 %] et en actifs non cotés (*private equity* + dette privée : 10,9 %).

Sur les 14 % investis en non coté près de 10,9 % sont investis en France [2,3 Md€] France au 31/12/2023, dont 68 % (soit 1,4 Md€) en *private equity* contre 32 % (soit 850 M€) en dette privée.

## Le financement des PME et ETI françaises : un objectif de premier plan

### LES ACTIONS COTÉES DE PETITES ET MOYENNES SOCIÉTÉS FRANÇAISES ET EUROPÉENNES

L'allocation d'actifs du FRR en 2023 a conforté la part des actifs de performance à hauteur de 70 %. Cependant face à la réduction de la base d'encours suite au versement à la Cades, il a été nécessaire de procéder à des ajustements sur certaines classes d'actifs.

Les mandats de petites capitalisations européennes ont ainsi fait l'objet, pour ce faire, d'une vente de 300 M€ en juin 2023.

Cette catégorie d'actifs, dédiée aux entreprises françaises et européennes, représente ainsi 4,6 % des encours globaux du FRR à fin 2023.

On peut relever sur la classe d'actifs au cours de l'année quelques opérations emblématiques réalisées par certaines entreprises de petites capitalisations détenues dans les mandats telles que l'OPA de Manutan [Groupe familial créé en 1966 spécialisé dans la distribution aux entreprises], réalisée par ses fondateurs, assortie d'une prime de 51,1 %, ou encore l'OPA « amicale » du fonds KKR sur Albioma, producteur français d'énergies renouvelables, en juillet, également assortie d'une prime de plus de 50 % sur le cours constaté avant les rumeurs de cette opération.

### LE CAPITAL INVESTISSEMENT

Le capital-investissement représente une modalité d'accompagnement de la croissance et du développement des entreprises non cotées très significative, 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 aux entreprises de se renforcer 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.**

Ainsi, au total à fin 2023, plus de 1,4 Md€ d'engagements ont été réalisés dans des fonds de capital investissement sur les segments du capital-transmission, du capital-innovation, et du capital-développement ciblant des **sociétés françaises soutenant ainsi leur développement et la création d'emplois en France pour 90 % de ces montants.** Ils se répartissent de la façon suivante :

- 315 M€ en capital-innovation, appelés en moyenne à hauteur de 71 % 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 biotech, de la medtech et de la fintech ; 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 ;

- 290 M€ en capital-croissance tech dans le cadre de l'initiative Tibi, appelés en moyenne à 63 %;
- 415 M€ en capital-développement/transmission appelés en moyenne à hauteur de 66 % 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 72 % 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 sur un niveau de 70 %.

#### LE PROGRAMME « TIBI » VISE À DÉVELOPPER DES LEADERS TECHNOLOGIQUES FRANÇAIS ET EUROPÉENS

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 et visent un leadership régional ou mondial.

Dans le cadre de cette initiative, le FRR s'était alors engagé à investir 250 M€ en capital croissance non coté en faveur des entreprises technologiques et 250 M€ en fonds d'actions cotées. En 2023, le FRR a poursuivi le déploiement de ces investissements

par une souscription complémentaire dans un fonds fermé portant ainsi l'engagement cumulé dans le cadre de cette initiative à 300 M€ par le biais de 7 fonds fermés.

Après avoir déployé les véhicules non cotés, le FRR a débuté en 2023 les travaux de sélection de fonds sur la partie cotée. Cette démarche de sélection, calquée sur les procédures rigoureuses d'appel d'offres, a permis de sélectionner et investir dans 4 fonds labellisés par le Comité Technique de l'initiative qui ont su démontrer au FRR une vraie valeur ajoutée dans la définition de leur univers d'investissement, une expertise de la thématique, des résultats robustes, une complémentarité certaine et un vrai engagement dans les objectifs de l'initiative dont celui de dynamiser l'écosystème d'investissement sur la technologie en France.

La totalité de l'enveloppe dédiée au programme d'actions cotées des futurs leaders la technologie a été déployée au courant de l'été 2023.

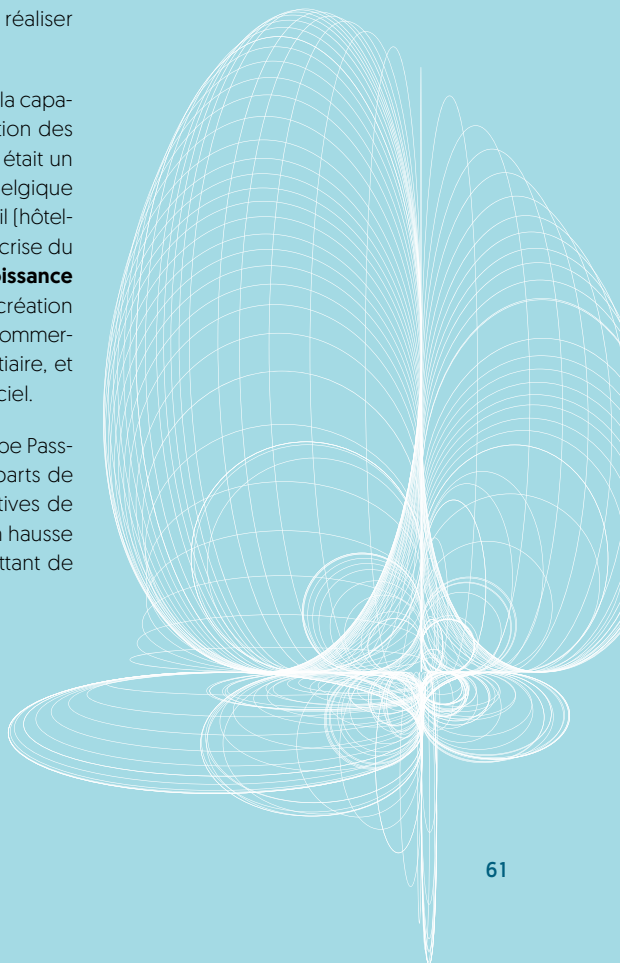
Ces investissements ont contribué de manière notable à la performance du FRR sur l'année. En outre, tous les fonds sélectionnés se sont engagés dans l'écosystème de la technologie française, l'un des objectifs premiers de l'initiative sur la partie cotée, en participant aux travaux et réunions de place centrés sur l'initiative et en étoffant les équipes présentes en France avec le recrutement de gérants ou analystes. Les équipes ont étudié les IPO françaises réalisées en 2023 telles que Planisware, Pluxee, OVH Group ou Exclusive Network, même si elles n'ont pas toutes abouties à un investissement. Elles échangent continuellement avec les entreprises, même en dehors des programmes d'IPO, afin de les conseiller et de les accompagner.

## Sorties du portefeuille capital investissement

En 2023, de belles sorties ont été réalisées au sein des mandats et notamment au sein du mandat de capital-développement/transmission géré par LBO France. En effet, la cession d'Infodis, spécialiste de l'infogérance et de l'ingénierie systèmes & réseaux a illustré la capacité du gérant à accompagner une société dans sa transition managériale : les recrutements d'un nouveau PDG, d'un Directeur commercial, d'un DAF, et d'une DRH en parallèle du départ du fondateur et des deux DG historiques ont permis de redonner une trajectoire de croissance à la société. En s'appuyant sur les fondamentaux solides de la société, cette nouvelle équipe a su insuffler un nouveau dynamisme grâce à l'amélioration des outils de CRM et de suivi commercial et à la refonte du processus de recrutement du personnel productif (marque employeur). **De ces actions ont résulté une croissance des ventes de 27 % entre 2020 et 2022, et la création de plus de 120 postes**, avec notamment des recrutements réalisés dans le cadre de programmes de retour à l'emploi (POEI) dans le nouveau centre de service créé à Amiens. Cette trajectoire a permis au mandat de réaliser un retour de 2,2x et un TRI de plus de 21 %.

Par ailleurs, la cession de la société Passman a démontré la capacité d'accompagnement du gérant dans la transformation des sociétés. En effet, lors de l'acquisition en 2019, Passman était un des leaders des solutions numériques en France et en Belgique principalement à destination des établissements d'accueil (hôtellerie traditionnelle et de plein air). Malgré l'impact de la crise du Covid, la société a poursuivi une **stratégie de forte croissance avec l'élargissement de la gamme** de produits dont la création d'une offre « économie d'énergie », la création d'équipes commerciales dédiées au secteur de la santé et au secteur tertiaire, et l'acquisition du groupe belge Taktik, un éditeur de logiciel.

Au global depuis son acquisition par LBO France, le groupe Passman a été transformé en profondeur et a gagné des parts de marché, ce qui lui offre aujourd'hui de belles perspectives de croissance, reflétées dans un multiple de valorisation en hausse significative dans le cadre de la sortie réalisée, permettant de réaliser un multiple de 3x et 28 % de TRI.





## PARTICIPATION AUX FONDS DE PLACE COVID

Depuis 2020, le FRR participe aussi à deux initiatives de place mise en place dès le début de la crise sanitaire de la crise de la Covid-19, l'une relative au tourisme et l'autre à la santé au travers de 2 fonds de place dédiés au soutien de ces secteurs d'activité (fonds Nov Santé et fonds Nov Tourisme). Ces initiatives s'inscrivent dans le cadre d'un vaste programme de 2,2 Md€.

**Le fonds Nov Tourisme**, d'environ 170 M€ destinés à financer les entreprises de taille TPE PME ETI françaises 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, a réalisé 16 investissements pour un montant de 150 M€ (plus de 88 % des engagements du fonds).

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 fonds, avancé dans le suivi ESG notamment en favorisant les dispositifs d'accompagnement des entreprises sur ces sujets, a fait évoluer la classification du fonds d'article 6 en article 8 au titre de la SFDR.

**Le fonds Nov Santé** avec 420 M€ accompagne le développement des PME/ ETI françaises du secteur de la santé à travers des financements en fonds propres et en quasi-fonds propres dans le cadre d'opérations minoritaires en capital développement et en *late stage/growth a minima* à 70 %. Il cible surtout la France dans ses investissements à hauteur de 80 % : des objectifs qui sont dans la droite ligne des cibles du FRR.

À la différence de « l'initiative Tourisme » dans laquelle le FRR est également investi, **l'objectif est de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire** en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soins, la biotechnologie, etc. Ainsi, la cession des investissements par le fonds doit se faire en priorité à des acteurs français. Par ailleurs, le fonds affiche des **objectifs d'accroissement de la part de production en France, de l'emploi en France, de la part de R&D en France**, conjointement à un suivi ESG imposé par le Label Relance et par le **classement article 9** au titre de la réglementation SFDR.

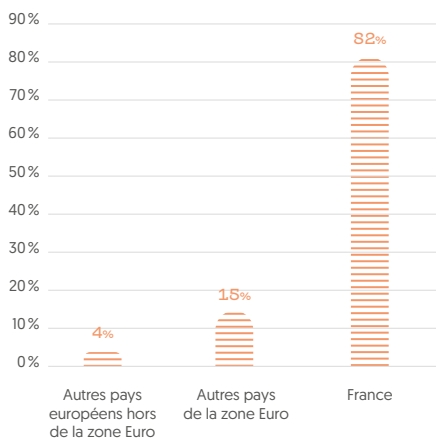
Lancé pourtant quelques mois après le fonds Nov Tourisme, le fonds Nov Santé fin 2023 n'est investi que dans 5 opérations et a déployé 152 M€, soit 36 % de l'engagement disponible.

## LE FINANCEMENT EN DETTE PRIVÉE DES ENTREPRISES

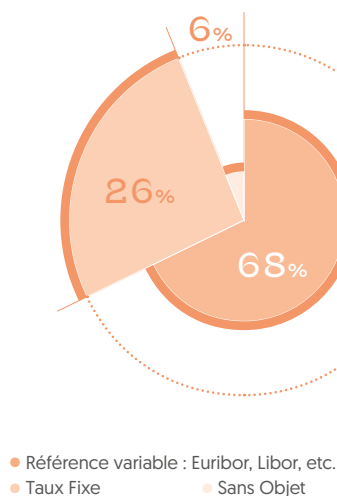
Les investissements en dettes privées du FRR représentent un peu moins de 1,9 Md€ d'engagement en 2023, et un encours investi à cette date d'environ 850 M€ de financement. Ils constituent donc un élément important dans la politique de financement de l'économie française mise en place dès 2013 par le FRR.

Ces investissements sont réalisés à travers 24 fonds de 12 sociétés de gestions. Les sociétés financées à travers ces investissements sont à 80 % des sociétés françaises. Leur taille moyenne est de l'ordre de 60 M€ d'EBITDA et elles intègrent moins de 3 000 salariés. Ce portefeuille est constitué à plus de 75 % de dettes senior, les 25 % restant sont constitués très majoritairement de dettes mezzanines. La qualité de crédit moyenne des investissements est proche de B, ils sont orientés principalement à plus de 50 % vers les trois secteurs économiques qui sont l'industrie, les services aux entreprises ainsi que les biens et services de consommation.

### EXPOSITIONS PAR PAYS DANS LE PORTEFEUILLE DU FRR



### EXPOSITIONS TAUX DU PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES DU FRR



Le nombre d'entreprises financées est en retrait compte tenu de la fin du programme d'investissement du FRR en dettes privées, dont seuls les derniers investissements réalisés à travers des fonds mezzanines sont encore actifs. Ce nombre d'entreprises est désormais de 273 en 2023 contre 301 en 2022 et un plus haut de 360 en 2020.

Le marché de la dette privée a connu une année 2023 marquée par une forte hausse des rendements, qui ont plus que doublé par rapport à 2019. Cette hausse s'explique principalement par la hausse des taux d'intérêt, qui ont été relevés par les banques centrales pour lutter contre l'inflation.

Contrairement aux obligations cotées à taux fixe, la hausse des rendements a profité également au marché secondaire de la dette privée du fait de la composante variable présente dans la majorité des transactions financières (65 % du portefeuille du FRR a profité de cette hausse des taux).

Toutefois, le contexte inflationniste a **provoqué une baisse de la valorisation des entreprises d'une part et nécessite d'autre part une vigilance accrue sur la capacité des entreprises à créer suffisamment de valeur pour rembourser** leur dette qui, dans l'univers de la dette privée, est quasi exclusivement *in fine*.

Même si les gestionnaires ne communiquent pas tous des rapports ESG spécifiques aux fonds de dettes privées dans lesquels le FRR est investi, du fait de leur ancienneté, les règlements des fonds intègrent une politique d'exclusion pour un investissement responsable. S'agissant des fonds les plus récents, les gestionnaires ont mis en place une politique ESG intégrant une notation plutôt exhaustive de leurs investissements.

À quelques exceptions près, l'analyse ESG et de sa qualité perçue sont en très nette amélioration avec le temps.

# IMPACT SUR LES FACTEURS EXTRA-FINANCIERS ESG

## Le score ESG du portefeuille et les controverses 2023

Pour s'assurer de la bonne mise en œuvre de sa gestion responsable par les sociétés de gestion auxquelles il octroie des mandats, le FRR fait une évaluation régulière de la qualité de son portefeuille, notamment au travers de la notation des entreprises qui le composent, au niveau global mais également mandat par mandat.

En 2023, le FRR a lancé un appel d'offres visant à **renouveler son prestataire chargé de la mesure et de l'analyse ESG**. À l'issue de cette procédure, il a retenu l'offre présentée par Morningstar France Fund Information pour une durée de 4 ans, avec possible reconduction d'une année.

La méthode d'évaluation évolue donc par rapport à celle de Moody's ESG research utilisée en 2022 [livrée en 2023]. En effet, l'approche ESG Risk Ratings de Morningstar France Fund Information repose sur une architecture à deux dimensions : l'exposition, mesurant le degré de risque ESG auquel l'entreprise est exposée et le management, reflétant la qualité de la gestion de ce risque par l'entreprise. L'idée qui sous-tend cette méthodologie de notation ESG est que la durabilité est liée à une plus grande valeur à long terme si la direction d'une entreprise se concentre sur les questions ESG qui sont réellement liées à son business model et ses opérations.

La note ESG Risk Rating obtenue par l'émetteur s'interprète comme le risque ESG non géré par l'entreprise [l'exposition aux risques ESG matériels diminuée de la capacité de l'entreprise à gérer ces risques].

Le score quantitatif représente les unités de risque ESG non géré, les scores les plus bas représentant un risque non géré. Le risque non géré est mesuré sur une échelle ouverte commençant à zéro [aucun risque] et telle que, pour 95 % des cas, le score maximal est inférieur à 50.

Avec un score de risques ESG de 20,7 à décembre 2023, **le portefeuille consolidé (actions, obligations d'entreprises et souveraines) du FRR se situe dans la catégorie de risques « moyen »** avec un résultat proche de son indice de référence qui a un score de risque de 20,99.

Avec un score de 20,82, le portefeuille d'actions monde du FRR est dans la catégorie des risques moyens et en-dessous de son indice de référence [21,57]. Le portefeuille d'obligations d'entreprises du FRR est aussi dans la catégorie des risques moyens et en-dessous de son indice de référence [22,01 contre 22,15].

La décomposition des risques ESG du portefeuille « Corporate » du FRR par piliers E, S et G, met en évidence que c'est en matière sociale que le portefeuille du FRR est le plus exposé. En effet, 42 % des risques ESG du portefeuille global action et 45 % du portefeuille d'obligations d'entreprises sont liés à des enjeux sociétaux. Les enjeux sociaux représentent également la majorité [54 %] des controverses impactant les entreprises en portefeuilles.

Certaines entreprises du portefeuille sont en violation des normes onusiennes du Global Compact dans les deux portefeuilles actions et obligations d'entreprises. Néanmoins, elles représentent un poids limité [1,4 % pour le portefeuille global action et 0,7 % pour le portefeuille d'obligations d'entreprises].

Avec un score de risque ESG de 17,35 à décembre 2023, le portefeuille d'obligations souveraines du FRR se situe dans la catégorie de risques « faible ». Il est marginalement plus risqué que son indice de référence, dont le score de risque ESG est de 17,20 à la même date. Cela provient de la légère sous pondération de la France dans les portefeuilles par rapport à l'indice de référence.

## Contribution aux objectifs de développement durable

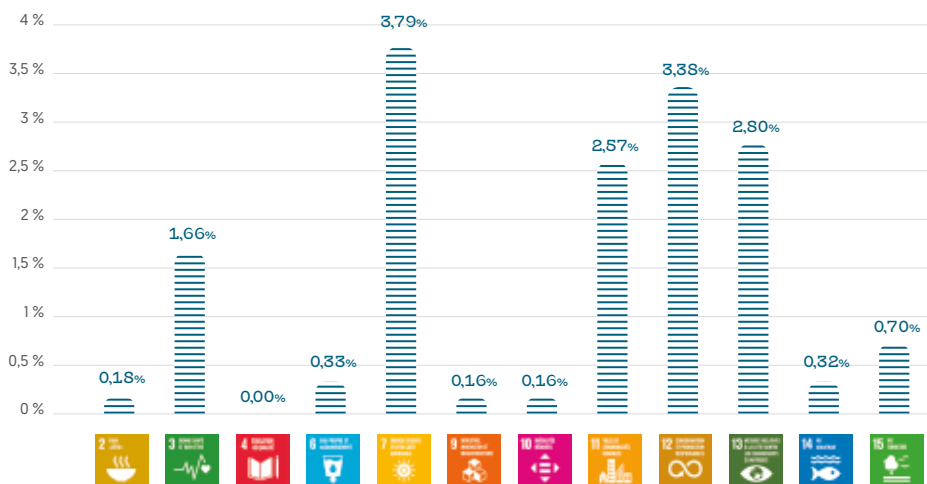
Les Objectifs de développement durable, parfois appelés Objectifs mondiaux, sont un plan d'action adopté par tous les pays membres des Nations Unies en 2015. Ils constituent un appel à l'action pour éradiquer la pauvreté, protéger la planète et garantir la prospérité pour tous d'ici 2030.

Ces 17 objectifs interconnectés couvrent un large éventail de défis mondiaux, notamment la pauvreté, la faim, la santé, l'éducation, l'égalité des sexes, l'eau potable, l'énergie propre, le changement climatique, la paix et la justice. L'idée est de travailler ensemble pour ne laisser personne de côté.

Parmi les entreprises du portefeuille d'actions global, les 5 thèmes durables les plus représentés en portefeuille sont :

- Consommation et production durables [ODD 12] à hauteur de 3,38 %
- Énergie propre et à coût abordable [ODD 7] à hauteur de 3,79 %
- Lutte contre le changement climatique [ODD 13] à hauteur de 2,80 %
- Villes et communautés durables [ODD 11] à hauteur de 2,57 %
- Bonne santé et bien-être [ODD 3] à hauteur de 1,66 %

### LES ODDS AUXQUELS CONTRIBUENT LE PLUS LES REVENUS DES ENTREPRISES EN PORTEFEUILLE (EN %)

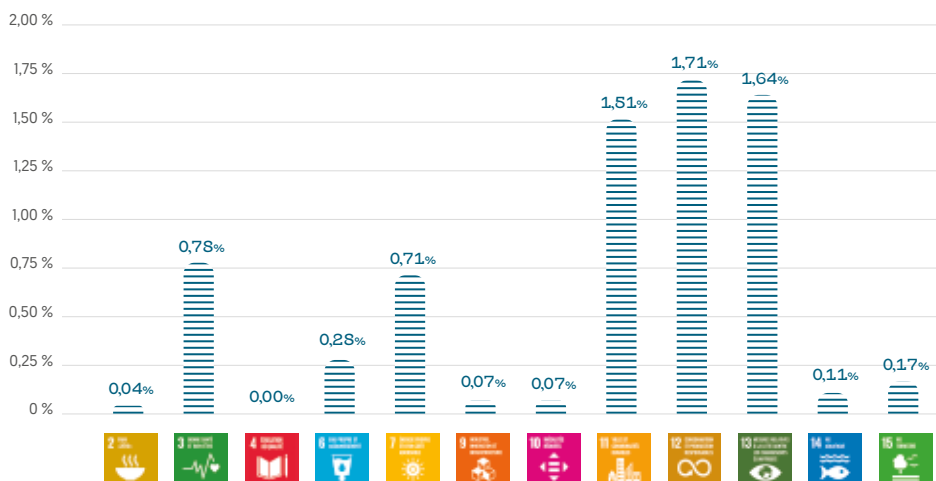


Les 5 thèmes durables les plus représentés dans le portefeuille d'obligations d'entreprises sont identiques à ceux du portefeuille d'actions global bien que dans un ordre différent et avec des niveaux de contribution plus faible :

- Consommation et production durables [ODD 12] à hauteur de 1,71 %
- Lutte contre le changement climatique [ODD 13] à hauteur de 1,64 %

- Villes et communautés durables [ODD 11] à hauteur de 1,51 %
- Bonne santé et bien-être [ODD 3] à hauteur de 0,78 %
- Énergie propre et à coût abordable [ODD 7] à hauteur de 0,71 %

### LES ODDS AUXQUELS CONTRIBUENT LE PLUS LES REVENUS DES ENTREPRISES EN PORTEFEUILLE (EN %)



## L'empreinte environnementale

---

Au-delà de l'estimation de l'empreinte carbone des portefeuilles, S&P Global Sustainable 1 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'extraction de matières premières).

À fin 2023, l'analyse des portefeuilles conclut que chaque million d'euros d'investissement, effectué par le FRR, génère un coût de capital naturel allant de 1,52 % pour le portefeuille d'actions développées en gestion active à 2,30 % pour le portefeuille d'actions émergentes. Les impacts environnementaux des portefeuilles du FRR restent néanmoins inférieurs à ceux de leurs indices de référence respectivement à un coût de capital naturel de 1,84 % et 2,55 %.

## 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 organisé en collaboration avec les PRI (*Principles for Responsible Investment*). 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.

En 2023, le FRR a soutenu particulièrement le travail de Patricia Crifo (École Polytechnique) sur les inégalités et la neutralité carbone. Elle s'est notamment interrogée sur la manière de s'engager en faveur d'une transition juste. En effet, l'objectif de neutralité carbone des États, et les investissements verts qu'il nécessite pour y parvenir, peuvent-ils être une source de revenus plus élevés, de création d'emplois et de réduction des inégalités ?





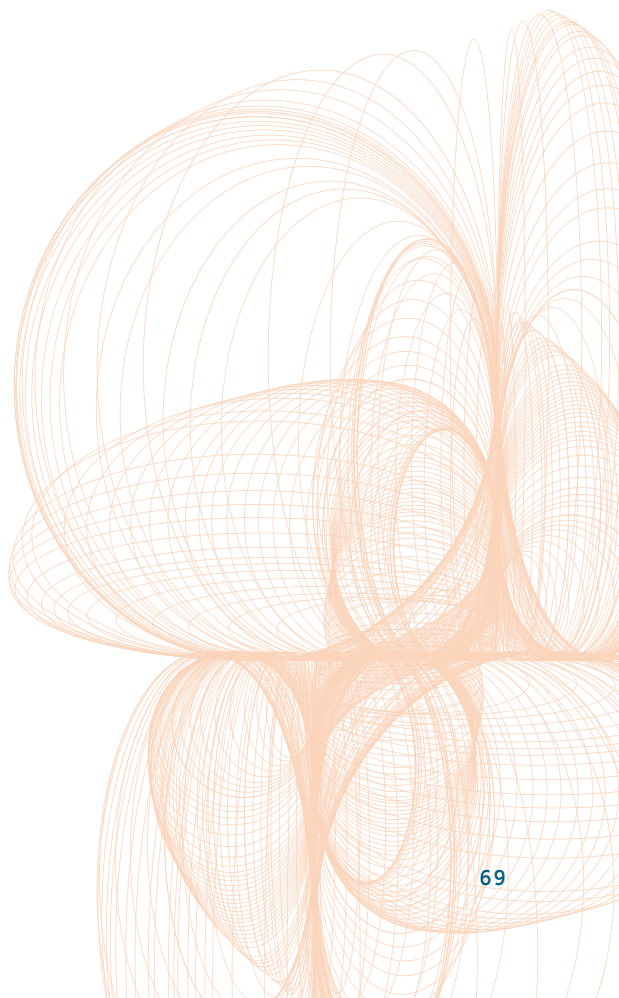
# Gestion et maîtrise des risques


# LA GOUVERNANCE DE LA GESTION DES RISQUES

Depuis la réforme des retraites de 2010, le Conseil de surveillance adopte chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion destiné à assurer un niveau élevé de couverture du passif. Les investissements du FRR sont principalement réalisés sous forme de mandats délégués à des gestionnaires. Le FRR est également autorisé à investir directement dans des OPC, dans la limite de 25 % de son actif, hors OPC monétaires. L'exposition du portefeuille du FRR via des OPC est de 22,94 % en décembre 2023 (contre 22,64 % à fin 2022).

Un comité des risques examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. En outre, ce comité examine les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques qui leur sont applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et animé par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une présentation lors des réunions du Directoire.

Le Département de la performance et des risques financiers [DPRF] est également convié à différents comités spécialisés du FRR (Comité stratégie d'investissement, Comité de sélection des gérants, Comité d'investissement responsable) et émet un avis en tant que de besoin. Il participe, en outre, à différentes instances internes (Comité d'investissement tactique, Comité de pilotage de l'allocation stratégique...). Enfin, il émet un avis sur la revue de l'allocation stratégique, présentée lors de la réunion du Conseil de surveillance consacrée à cette dernière.





## Le FRR récompensé pour sa bonne gestion des risques

Le Fonds de Réserve pour les Retraites s'est vu décerné en 2023 par l'AGEFI le prix de la meilleure initiative en matière de gestion des risques. Les Couronnes de l'AGEFI récompensent les investisseurs institutionnels (caisses de retraite, instituts de prévoyance, assureurs, mutuelles, fondations et entreprises) pour l'adoption de bonnes pratiques en matière de communication et de gestion financière et dans divers autres domaines. Le jury, composé de personnalités indépendantes et présidé par Pierre-Maxime Duminil, a souligné la grande qualité des dossiers analysés et la pertinence de la gestion des risques opérée par le FRR afin notamment de s'adapter aux cours de ces dernières années aux nouvelles typologies de risques rencontrés (extrêmes type Covid, mais aussi liés au retour de la guerre en Europe, à la crise de l'énergie ou encore à la remontée des taux). La distinction obtenue par le FRR confirme son engagement en matière de gestion des risques et son souci constant de s'adapter à son environnement.

# LES RISQUES FINANCIERS

## 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, qui est le seul bénéficiaire identifié du Fonds. Le FRR doit verser à la CADES 2,1 Md€ en 2024 puis 1,45 Md€

par an de 2025 à 2033. Sur l'année, la marge de couverture du passif a augmenté de 1,3 Md€ et s'élève au 29 décembre 2023, à 7,7 Md€, soit une performance de la marge de couverture du passif sur l'année 2023 de 19,6 %.

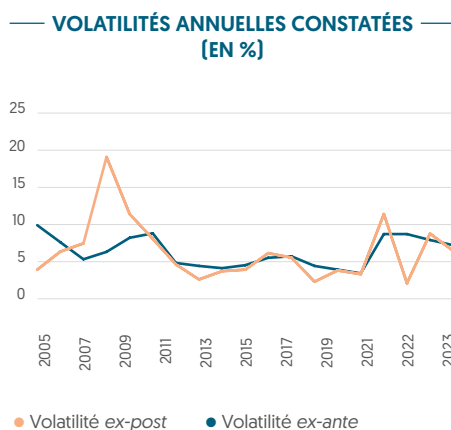
## Les risques de marché du portefeuille

Le niveau de volatilité du portefeuille a diminué en 2023 par rapport à 2022. La fin de l'année 2023 a été marquée par une forte baisse de la volatilité, affectant à la fois les calculs *ex-post* et *ex-ante*. La volatilité *ex-post* se situe dans la moyenne à long terme du FRR, tandis que la volatilité *ex-ante* est légèrement supérieure à son niveau moyen.

La volatilité annuelle *ex-post* de la valeur de l'actif du FRR s'est établie à 7,18 % en 2023 (contre 9,47 % en 2022), pour un rendement annuel de 9,68 % (contre -10,03 % en 2022). La volatilité *ex-ante* a été en moyenne de 8,05 % en 2023, contre 8,71 % 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, correspondant à l'horizon de l'actualisation de l'allocation stratégique en concertation avec la gouvernance du FRR.

Ainsi, la perte potentielle moyenne estimée sur un an dans les 1 % des pires scénarios, mesurée par une « Conditional Value at Risk » [CVaR] à 99 % sur un an, s'élève à 19,76 % de l'actif du FRR (contre 23,39 % fin 2022), soit 4,2 Md€.



## Le risque sur les actifs de performance

Les actifs de performance représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. À fin 2023, leur contribution à la perte moyenne potentielle

liée aux variations des prix dans les 1 % des pires cas est de 18,0 % de l'actif du FRR, soit 3,91 Md€ [contre 21,1 % fin 2022].

## Le risque sur les actions

Le FRR analyse mensuellement l'exposition de l'Allocation Stratégique, du Portefeuille tactique et du Portefeuille aux facteurs de Risque Barra. Le

portefeuille a présenté en 2023 un léger biais *small caps* ainsi qu'un léger biais value par rapport à l'indice de long terme de l'allocation stratégique.

## Le risque de taux d'intérêt

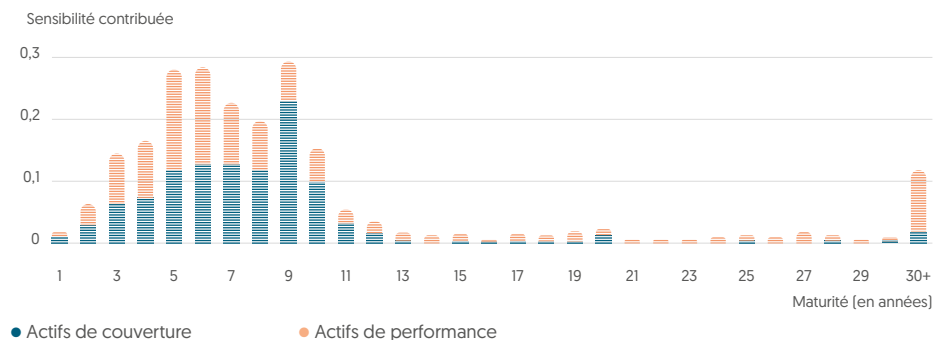
En fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 1,7 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,63 Md€ sur la valeur de marché du portefeuille du FRR [contre 2,3 % à fin 2022].

La sensibilité de la valeur du portefeuille du FRR à l'évolution des courbes de taux est restée stable, passant de 2,25<sup>8</sup> fin 2022 à 2,27 fin 2023. Ainsi,

désormais, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR baisserait de 2,27 %, soit environ 0,48 Md€.

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 4,49 % [sa sensibilité était de 4,71 fin 2022].

### CONTRIBUTIONS DES SENSIBILITÉS DU PORTEFEUILLE PAR TYPE D'ACTIFS ET PAR MATURITÉS



## Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêtés des comptes de 2022 et 2023. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « *Investment Grade* ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NR
31/12/22	3 %	19 %	20 %	26 %	32 %
31/12/23	1 %	17 %	19 %	23 %	40 %

Le risque de crédit du portefeuille a légèrement augmenté entre fin 2022 et fin 2023. 3 grandes catégories de classes d'actifs ont été distinguées lors de la mise en place de l'allocation stratégique de 2023 : les actifs de couverture, les actions non couvertes et les actifs de risque intermédiaire. La part des obligations d'entreprises à haut rendement, qui font partie des actifs de risque intermédiaire, a augmenté par rapport à l'allocation stratégique de 2022 ce qui a conduit à une augmentation des valeurs moins bien notées dans le portefeuille obligataire. Ainsi 60 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature [« catégorie investissement »] contre 68 % à fin 2022.

La notation moyenne<sup>9</sup> du portefeuille de taux du FRR en 2023 est de BB- [BB en 2022]. Le taux de perte attendu à 1 an correspondant à cette notation moyenne est de 0,62 % [0,44 % en 2022].

Le FRR dispose d'un outil lui permettant de suivre l'évolution des dégradations des notations, indépendamment des gestionnaires d'actifs du FRR, sur un pas hebdomadaire pour les poches Crédit Euro et Crédit US. Cet outil permet d'anticiper les fortes dégradations de notation financière d'émetteurs ou d'émissions détenues au sein de nos mandats. En cas de *downgrade* alarmant, ce dernier est notifié lors du comité des risques mensuel par l'équipe de gestion des risques financiers. En 2023, 8 alertes ont été générées à partir de cet outil [contre 6 alertes en 2022].

De plus, la perte potentielle liée à une diffusion corrélée de la dégradation de la qualité de crédit des émetteurs<sup>10</sup> est également mesurée sur le portefeuille Crédit du FRR. Au 29/12/2023, la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an du portefeuille Crédit s'élève à 5,7 % [contre 6,7 % en 2022], celle de la poche de performance est de 8,2 %, et de 3,4 % pour la poche de couverture [contre respectivement 14,6 % et 4,5 % en 2022]. Les actifs de performance contribuent à hauteur de 75,3 % à la CVaR Crédit [contre 62,6 % en 2022], et les actifs de couverture contribuent pour 24,7 % [contre 37,4 % en 2022].

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme de gré à gré avec des contreparties bancaires (*swaps*, *change à terme*). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures : notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le *change* aux services de compensation de CLS<sup>11</sup> Bank, limites par contrepartie. Fin 2023, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 530 M€ [contre 579 M€ fin 2022], provenant des couvertures sur le *change*.

9. 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 2022 sur cette même notation.

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

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



## 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.

Le FRR mettait en transparence ses positions détenues dans des organismes de placement collectif sur un rythme trimestriel (travail effectué par un prestataire externe) afin de vérifier que les hypothèses de simulation permettant de prendre en compte les expositions potentielles dans les OPC étaient bien conservatrices. Ce travail est depuis la fin d'année 2023 effectué de façon mensuelle.

## 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 de devises reste inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). L'exposition au risque de change à fin 2023 représente 16,83 % (contre 14,77 % à fin 2022)

## 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.

En 2023, les gestionnaires ont tous respecté les limites de TE définies dans les mandats de gestion. Dans le cadre du renouvellement des mandats actions Small/Mid Caps, le FRR a veillé à harmoniser les méthodologies pour le calcul de la *tracking-error ex-ante*, permettant ainsi au gérant de contrôler efficacement, dans la même lignée que le FRR, son budget de risque.

Le FRR a développé de nouvelles approches pour évaluer au mieux le niveau de risque et le style de gestion (facteurs Barra) des gérants sélectionnés. Cela inclut notamment dans le processus de sélection une analyse approfondie des paramètres de risque *ex-ante* et des niveaux de sensibilité aux facteurs Barra des portefeuilles. L'exposition globale du portefeuille comparé à l'allocation stratégique a également fait l'objet d'une présentation en comité des risques et est désormais intégrée mensuellement. Cette approche permet d'identifier les différences d'expositions aux facteurs de risque Barra entre les portefeuilles des gérants et leurs indices, et donc leur capacité à gérer dans le cadre de leur budget de *tracking-error ex-ante*.

À la fin de l'année 2023, la TE *ex-ante* entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 155 points de base (contre 179 points de base 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 les effets de la gestion flexible (sur ou sous-expositions tactiques selon les classes d'actifs et les ajustements de couvertures des risques de change et de taux). Cet écart est principalement dû aux choix tactiques prudents faits sur le portefeuille par rapport à l'allocation stratégique.

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 limite définie relativement à 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 permet d'apprécier et

de limiter sa sur ou sous exposition au risque de crédit relativement à son benchmark.

Depuis 2020, les mesures de risques financiers *ex-ante* utilisées par le FRR pour encadrer la gestion de ses prestataires ont fait l'objet d'études étayées (notamment la « *Tracking-Error* » ou TE, et la « sensibilité pondérée par les *spreads* » SPS ou « *Duration times spread* » DTS), ce qui a abouti 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.

La volonté d'harmoniser les méthodologies entre les gérants et le FRR découle du contexte des dernières années, notamment des hausses de volatilité et de *spreads* observées durant la crise Covid, ainsi que de l'intégration des contraintes ESG dans la gestion des mandats, absentes des *benchmarks*.

La méthodologie de mesure de la SPS (ou DTS), utilisée pour limiter le risque de crédit des gérants obligataires, a été normalisée sur l'ensemble des mandats obligataires du FRR. La prise en compte du risque d'extension<sup>12</sup> pour les titres à optionalités, notamment les quasi-fonds propres, est désormais établie pour tous ces mandats. Un retour d'expérience a été présenté sur le crédit US IG et le crédit US HY, mettant en lumière l'impact de ces travaux d'harmonisation.

## 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'AMF<sup>13</sup> 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.

La méthode du calcul de l'engagement du contrat financier consiste à calculer l'engagement effectif sur l'ensemble des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. L'engagement à fin 2023 représente 7,96 % de l'actif du fonds, en dessous de la limite réglementaire de 100 %.

12. Risque de remboursement anticipé du titre par son émetteur.  
13. Autorité des Marchés Financiers.

## Le risque de liquidité des actifs gérés

Une limite d'emprise sur les OPC a été définie par l'arrêté du 24 mai 2016, lequel a fixé une limite maximale d'actifs détenue dans des OPC à 20 % (ce niveau était autrefois une limite interne). Depuis septembre 2022, cette limite est passée de 20 % à 25 %.

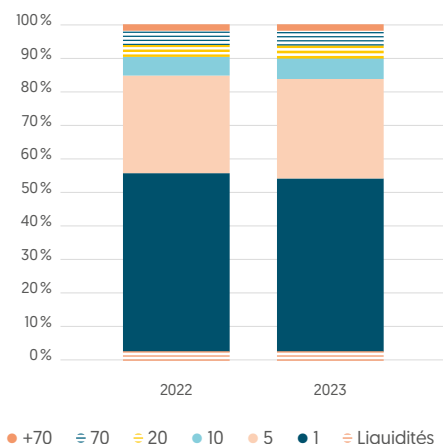
Le FRR gère également une limite d'emprise sur le capital des sociétés : le FRR ne peut détenir plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille d'actifs non cotés : immobilier, capital investissement et infrastructures).

Le FRR a en 2023 également diffusé ses bonnes pratiques en matière de suivi de la liquidité sur les mandats *Small/Mid caps* en cours de renouvellement. Ce travail vise à harmoniser nos méthodologies de mesure de liquidité, ce qui est particulièrement crucial notamment en Europe et en France où le risque de liquidité nécessite une vigilance particulière.

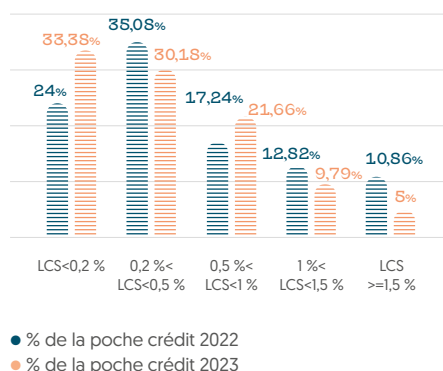
S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin décembre 2023 :

- 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 jours, contre 85 % à fin 2022 [cf. graphique ci-contre].
- Sur le portefeuille Crédit du FRR (investi dans les poches Crédit Euro IG, Credit Euro HY, Crédit US IG et Adossement OAT), la part la moins « liquide » du portefeuille est définie par les titres dont le taux de décote serait supérieur ou égal à 0,5 % dans le cas d'une opération d'achat-revente. Il ressort que cette part est d'environ 36,4 % à fin 2023 (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1 %), contre 40,9 % à fin 2022. 5,0 % des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 %, contre 10,9 % à fin 2022 [cf. graphique ci-contre].

### 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 29/12/2023



### ESTIMATION DE LA LIQUIDITÉ DU PORTEFEUILLE CRÉDIT DU FRR



14. 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.

15. 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 :  $LCS = \frac{\text{Prix Vendeur} - \text{Prix Acheteur}}{\text{Prix Acheteur du titre}}$ .

# LES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

S&P Global Sustainable 1 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. S&P 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 (7,08 % contre 10,18 % pour les actions globales et 12,11 % contre 18,40 % pour les obligations d'entreprises).

- 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 S&P 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 ont une exposition

à ces risques relativement similaire à celle de leurs indices de référence. Dans un scénario climatique de risque « modéré / élevé », l'impact financier potentiel correspondant à ces risques est évalué entre 3,55 % pour les actions et 3,91 % pour les obligations d'entreprises.

Le département des risques a produit une étude visant à analyser l'impact de l'amélioration de la notation ESG et de l'intensité carbone des titres composant les expositions du FRR ou de leur benchmark sur le niveau de risque de ceux-ci (niveau de volatilité ou de perte potentielle, *spread* de crédit, sensibilité aux styles de gestion et/ou facteurs de risque Barra).

Les principales conclusions de l'étude ont été les suivantes :

- Il existe une relation entre le niveau de la notation ESG des titres et leur niveau de risque financier (volatilité pour les actions, *spread* de crédit pour les obligations) de ces derniers : les titres les mieux notés d'un point-de-vue ESG sont les moins risqués d'un point de vue financier. Cette relation est particulièrement marquée avec le sous-critère Gouvernance.
- On n'observe pas de relation statistique particulière dès lors qu'on remplace la notation ESG par l'intensité Carbone.
- On observe des corrélations positives entre la qualité de la notation ESG des titres et leur exposition au facteur *Size* [taille de capitalisation] et au facteur *Value*, et des corrélations négatives avec les facteurs *Growth* et *Volatility*.
- Les choix tactiques et de sélection (indices et gérants) ont un impact sur le niveau de risque extra-financier (notation ESG et intensité carbone) du portefeuille.

# 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 généralisation de circuits de validation et signature électronique] contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif a continué d'être enrichi en 2023 afin de 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, sinistre immobilier, sinistre cyber, mouvement social, pandémie, crue de Seine...]. 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, résilience technologique incluant les événements de nature cybernétique] sont régulièrement mises à jour et font l'objet d'un suivi en Comité des risques. Tous les collaborateurs du FRR disposent de capacités d'accès à distance qui leur permettent de travailler en mode hybride en toute sécurité. En complément de cette capacité de travail à distance, 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 octobre 2023.

Tous les incidents opérationnels significatifs affectant le FRR qu'ils soient d'origine interne au FRR 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 2023, le FRR a identifié deux incidents opérationnels importants d'origine externe qui après analyse ont fait l'objet de mesures de correction et d'indemnisation par les gestionnaires des mandats de gestion déléguée responsable.

# LA CONFORMITÉ

## La déontologie

Le FRR veille tout particulièrement à ce que ses collaborateurs respectent un cadre déontologique très strict qui fait l'objet d'un programme de formations spécifiques obligatoires en e-learning et en groupe.

Le cadre déontologique applicable aux trois membres du directoire est encadré par le code de la Sécurité sociale, celui applicable aux membres du Comité de Sélection des Gérants et du Conseil de Surveillance est défini dans leurs codes de déontologie respectifs.

Le FRR s'engage résolument à participer aux efforts déployés au niveau international pour lutter contre

le blanchiment de capitaux et le financement d'activités terroristes. Le FRR met en œuvre un programme de conformité avec la réglementation anti-blanchiment basé sur la gestion des risques. Les risques déontologiques, de blanchiment de capitaux, de financement d'activités terroristes et de respect des sanctions internationales font tout à la fois l'objet d'un programme de formations internes obligatoires, de politiques, procédures et d'un dispositif de contrôle interne et de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires et des investissements. Le FRR veille particulièrement à la conformité de ses investissements à cette politique.

## La conformité des investissements et du portefeuille

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

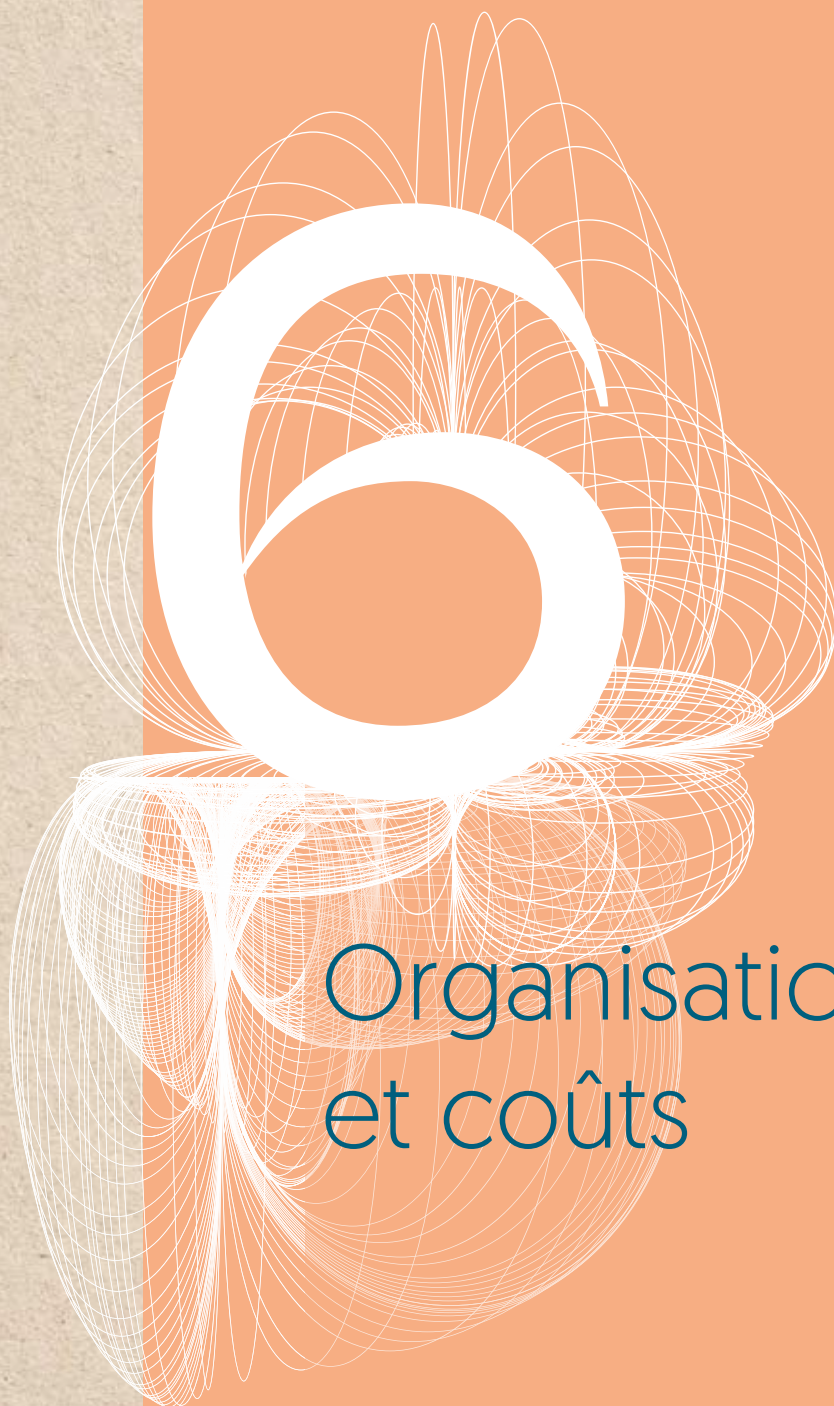
Le contrôle du respect de la conformité des investissements constitue un élément essentiel du dispositif de contrôle interne. De ce fait, le FRR :

- contrôle quotidiennement le respect par les gestionnaires des mandats de gestion déléguée de leurs obligations contractuelles ;
- vérifie également 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 2023, 49 collaborateurs permanents, dont 41 sous contrat Caisse des dépôts.

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

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 à mener une réflexion suivie concernant l'efficacité de son organisation.

## LES COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2023 s'élèvent à 92,2 M€ contre 87,1 M€ en 2022.

Au sein de celles-ci, les dépenses telles que les frais de personnel, les coûts immobiliers, l'informatique et les frais généraux, constituent l'enveloppe limitative du FRR. Cette dernière s'est élevée à 16,0 M€, en légère hausse par rapport à 2022, et représente 17 % des charges contre 16 % l'an dernier. Au sein de ces coûts, qui sont décorrélés de l'encours sous gestion et représentent environ 7,5 points de base de l'actif net, l'essentiel de la hausse provient des mesures de maintien du pouvoir d'achat mise en œuvre courant 2023.

L'enveloppe évaluative du FRR est de 76,12 M€. Elle est principalement constituée de commissions de gestion, qui représentent 75 % des coûts d'exploitation de l'exercice. En 2023, aucune commission de surperformance n'a été versée en raison du report en 2024 de l'échéance des mandats de petites capitalisations européennes. Au 31 décembre, l'estimation des frais *in fine*, qui représente l'ensemble commissions de surperformance dues au titre des mandats non encore échus est de 30,72 M€. Celle-ci est en hausse d'environ 21 % par rapport à 2022, conséquence notamment de la performance globale du portefeuille de 9,7 % sur la période.

Pour rappel, depuis 2022 l'écart entre les frais *in fine* estimés en fin d'année et le montant réellement payé au cours de l'exercice suivant est désormais comptabilisé en produits d'exploitation.

Les frais de back-office et de conservation – qui font également partie des charges évaluatives du Fonds – correspondent à des prestations confiées à la Caisse des dépôts dans le cadre de la convention qui lie les deux établissements. Ceux-ci poursuivent leur baisse tant en raison de la diminution de l'actif net du FRR, que du fait de l'application de meilleurs tarifs de conservation sur la totalité de l'année (6,96 M€ contre 7,70 M€ en 2022).



# Gouvernance du FRR

# LES INSTANCES DIRIGEANTES

## CONSEIL DE SURVEILLANCE AU 31 DÉCEMBRE 2023

### PRÉSIDENTE

Sandrine LEMERY

### MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Bénédicte Auzanot, Belkhir Belhaddad

### MEMBRES DU SÉNAT

Jérôme Bascher *[jusqu'en septembre]*

Philippe Mouiller *[depuis le 12 février 2024]*

Patricia Schillinger

Solanges Nadille *[depuis le 12 février 2024]*

### PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

Philippe Tibi, Vice-Président

du Conseil de surveillance

Sandrine Lemery, Présidente

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 Éric 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

Jean-Arnaud Guyard,

suppléante Christine Diebold

## REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

### Mouvement des entreprises de France

Eric Pinon, suppléant Jacques Vessaud

Florent Sarrazin, suppléant Eric Andrieu

Philippe Poiget, suppléant Nicolas

Bondonneau

### Confédération des petites et moyennes entreprises

Alain Duffoux, suppléant Michel Giordano

### Union des entreprises de proximité

Corinne Postel, suppléant Michel Bressy

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

Franck von Lennep,

suppléant Morgan Delaye

Paul-Antoine Georges,

suppléant Thomas Ramilijaona

### 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

Christophe Bories,

suppléant Martin Landais

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

Marie Chanchole,

suppléant Olivier Dufreix

## DIRECTOIRE

### PRÉSIDENT

Éric Lombard

### MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier

[jusqu'au 30 avril 2023]

Adrien Perret

[à compter du 8 juillet 2023]

Olivier Rousseau

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

### PRÉSIDENT

Olivier Rousseau

## MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Catherine Guinefort

Samia Khallaf

Thierry Coussieu

Patrick Savadoux

## COMITÉ DE DIRECTION

Yves Chevalier : *membre du Directoire*  
*[jusqu'au 30 avril 2023]*

Adrien Perret : *membre du Directoire*  
*[à compter du 8 juillet 2023]*

Olivier Rousseau : *membre du Directoire*

Salwa Boussoukaya Nasr : *Directrice financière*

Rachel Cascajo : *Directrice des opérations et des risques*

Sidonie Freoa Dhekaier : *Directrice juridique*  
*et de la communication*

Pierre Leygue : *Responsable du département*  
*des risques financiers et de la performance*



# LES ÉQUIPES DU FRR

Les activités du FRR sont définies autour de trois directions : une direction financière, une direction des opérations et des risques et une direction juridique et de la communication. Il existe aussi des fonctions de contrôle indépendantes.



## DIRECTION FINANCIÈRE

### DÉPARTEMENT DE LA GESTION DÉLÉGUÉE ET DE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Il assure d'une part le pilotage des procédures de sélection des gestionnaires externes et est chargé, d'autre part, du suivi de l'ensemble des mandats de gestion du FRR, et en particulier de l'analyse des performances des portefeuilles et du contrôle de la réalisation par les gérants de l'ensemble des prestations financières dues au titre de leur mandat. Il est également en

charge de l'investissement dans des OPC, du suivi des investissements sur les classes d'actifs non cotés (capital investissement, dettes privées, infrastructures, immobilier...) et en assure le suivi. Il pilote également la stratégie d'investisseur responsable telle que définie par le Conseil de surveillance et en assure la mise en œuvre par ses gérants au travers des investissements.





## DIRECTION FINANCIÈRE

### DÉPARTEMENT ALLOCATION D'ACTIFS

Il assure les fonctions dédiées à la stratégie d'investissement à long terme et est en charge de la gestion de l'allocation tactique et du pilotage de la couverture du risque de change du FRR.

## DIRECTION JURIDIQUE ET DE LA COMMUNICATION

Elle réalise le pilotage juridique des mandats et contrats du FRR et des investissements réalisés via des OPC, notamment dans le cadre des procédures de sélection, ainsi que le suivi de l'exercice des droits de vote du FRR. Elle est responsable de la communication du FRR.



### FONCTIONS INDÉPENDANTES : AGENCE COMPTABLE

Elle est responsable de la tenue de la comptabilité du Fonds, ainsi que de la conservation des pièces justificatives et des documents comptables. Elle prend en charge, après ordonnancement par l'ordonnateur, les titres correspondants aux dépenses et recettes du Fonds. Elle établit un rapport annuel sur les comptes de l'exercice. Le Fonds est soumis au contrôle financier de l'État, ainsi que de la Cour des Comptes, de l'Inspection Générale des Finances et de celle des Affaires Sociales.





## DIRECTION DES OPÉRATIONS ET DES RISQUES

### DÉPARTEMENT RH ET CONTRÔLE DE GESTION

Il assure le pilotage opérationnel des ressources humaines et du contrôle de gestion, et déploie la démarche de responsabilité sociale et environnementale interne du Fonds.



### DIRECTRICE DES OPÉRATIONS ET DES RISQUES



### DÉPARTEMENT MIDDLE OFFICE

Il assure les relations opérationnelles avec les sociétés de gestion, les prestataires externes, la validation des valorisations et les contrôles de conformité.





#### DÉPARTEMENT PERFORMANCE, RISQUES FINANCIERS ET OPÉRATIONNELS

Il mesure la performance financière, assure la supervision des risques financiers et opérationnels du Fonds et prépare les travaux du Comité des risques.



#### DÉPARTEMENT SYSTÈME D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS

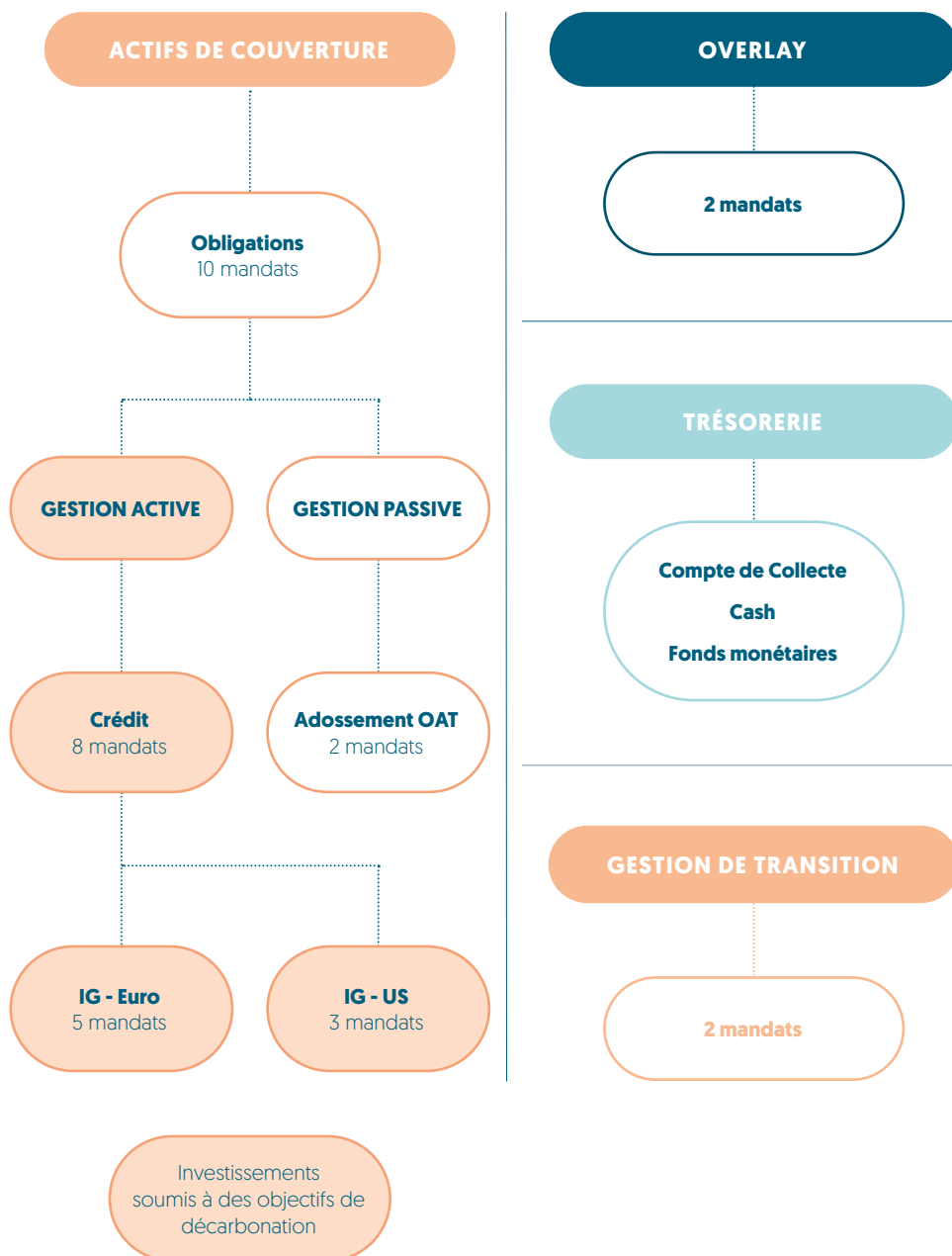
Il assure les fonctions de pilotage général des projets, de mise à disposition et de suivi budgétaire de l'ensemble des applicatifs et prestations constituant la cartographie informatique du Fonds, en relation non seulement avec les prestataires internes du groupe Caisse des Dépôts mais également avec l'ensemble des prestataires externes, fournisseurs de flux financiers et éditeurs de logiciels.



# S

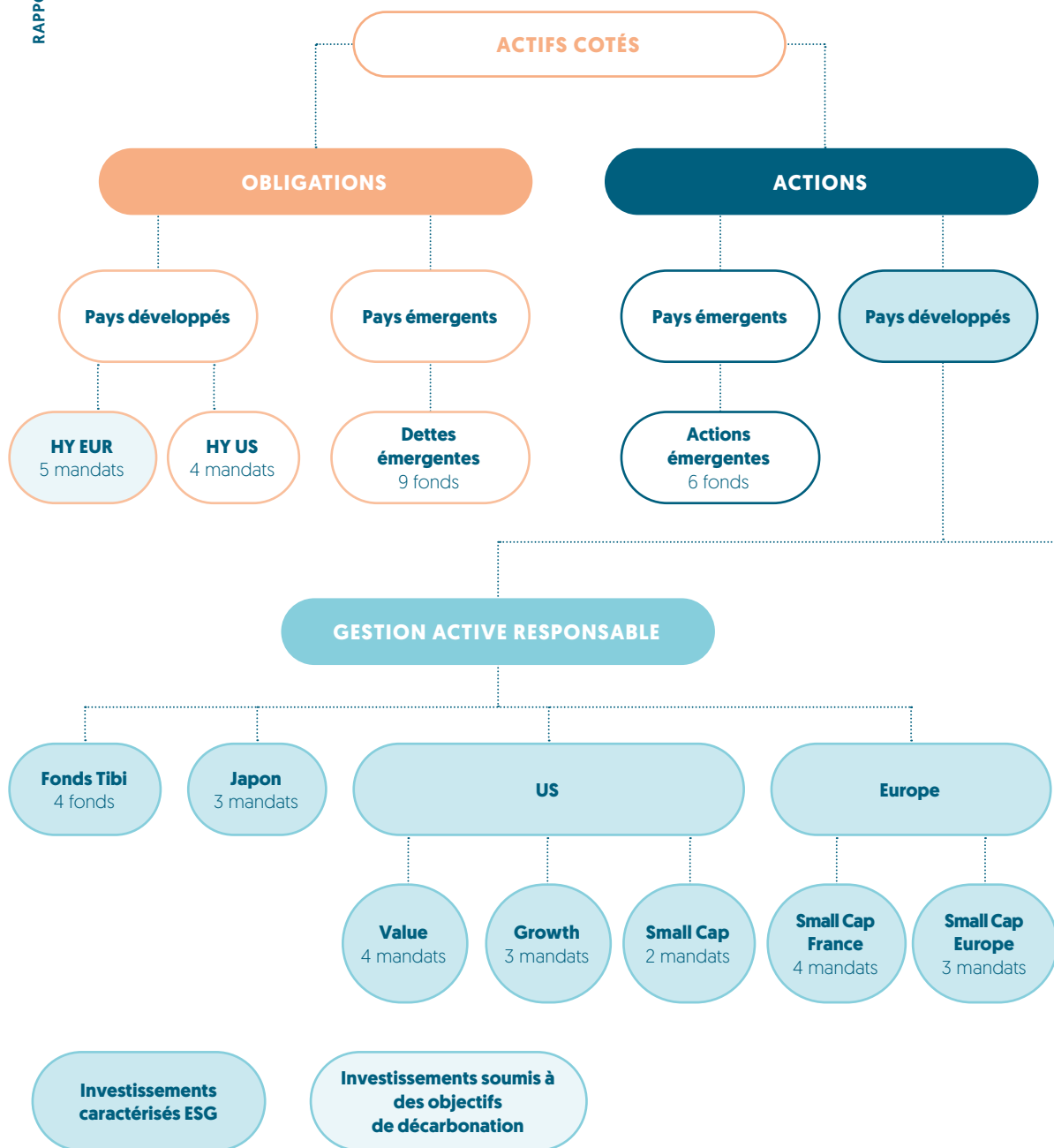
## Cartographie du portefeuille

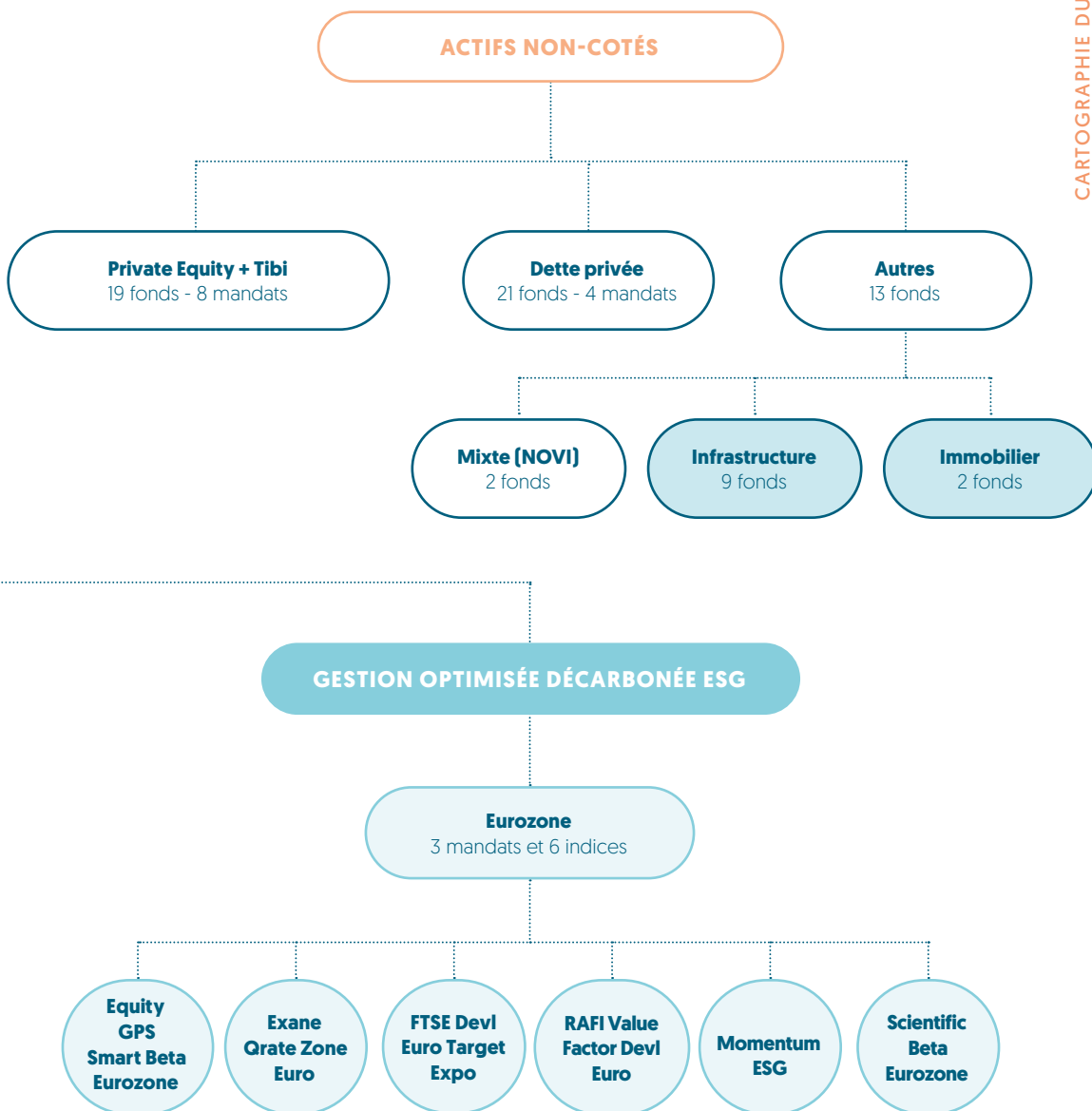
## Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie au 31/12/2023





## Cartographie des actifs de performance au 31/12/2023 (investissements physiques)







# Prestataires du FRR

# SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2023

Ont été sélectionnées par voie d'appels d'offres les sociétés suivantes :

## 2005FRR05

### PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- PANTHEON VENTURES (UK) LLP (FONDS EUROPÉEN DIVERSIFIÉ)

## 2016FRR02

### 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

- EURAZEO GLOBAL INVESTOR SAS [anciennement IDINVEST PARTNERS]
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT [anciennement LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT SAS]

## 2016FRR03

### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – SÉLECTION DE FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- ARDIAN FRANCE
- SWEN CAPITAL PARTNERS
- LGT CAPITAL PARTNERS LIMITED

## 2016FRR05

### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – CAPITAL INNOVATION FRANCE

- EURAZEO GLOBAL INVESTOR SAS [anciennement IDINVEST PARTNERS]
- TRUFFLE CAPITAL SAS
- OMNES CAPITAL

## 2017FRR02

### MANDATS DE GESTION – ADOSSEMENT OAT

- AXA INVESTMENT MANAGERS
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT

## 2017FRR03

### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - CAPITAL DEVELOPPEMENT FRANCE

- LBO FRANCE
- ISATIS CAPITAL

## 2018FRR02

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

- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) S.A.R.L.
- FIL GESTION
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE

## 2018FRR02

### MANDATS DE GESTION ACTIVE LOT 2 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

- HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (France)
- 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 FRERES GESTION SAS
- T ROWE PRICE (LUXEMBOURG) MANAGEMENT SARL

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

- IQ EQ FUND MANAGEMENT (IRELAND) LIMITED [anciennement DAVY INVESTMENT FUND SERVICES LIMITED] / William Blair Investment Management LLC
- FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL SERVICES SARL [anciennement LEGG MASON INVESTMENTS IRELAND LIMITED]
- T ROWE PRICE (LUXEMBOURG) MANAGEMENT SARL

**2018FRR03****MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 3 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « PETITES CAPITALISATIONS »**

- ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS IRELAND LIMITED
- IQ EQ FUND MANAGEMENT (IRELAND) LIMITED [anciennement DAVY INVESTMENT FUND SERVICES LIMITED] / William Blair Investment Management LLC

**2019FRR01****MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE – ACTIONS JAPONAISES**

- BFT INVESTMENT MANAGERS (Wellington Management Japan Private Limited)
- COMGEST SA
- NOMURA ASSET MANAGEMENT EUROPE KVG MBH [NAM EUROPE]

**2019FRR02****MANDATS DE GESTION OVERLAY**

- AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS
- RUSSEL INVESTMENTS FRANCE

**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
- DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT SA
- DWS INTERNATIONAL GMBH
- THREADNEEDLE MANAGEMENT LUXEMBOURG SA

**2021FRR01****MANDATS DE GESTION RESPONSABLE : RÉPLICATION D'INDICES ACTIONS POUR UNE GESTION COHÉRENTE AVEC L'ACCORD DE PARIS**

- AMUNDI ASSET MANAGEMENT
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France
- CANDRIAM

**2021FRR02****MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE  
– OBLIGATIONS D'ENTREPRISES  
DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN DOLLARS**

- ALLSPRING GLOBAL INVESTMENTS LUXEMBOURG SA (anciennement WELLS FARGO ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG SA)
- FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL SERVICES SARL
- BFT INVESTMENT MANAGERS (METLIFE INVESTMENT MANAGEMENT LLC)

**2021FRR03****GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION**

- RUSSEL INVESTMENTS FRANCE
- BLACKROCK NETHERLANDS B.V.

**2022FRR01****MANDATS DE GESTION ACTIVE  
RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES  
A HAUT RENDEMENT ÉMISES EN DOLLARS**

- BFT INVESTMENT MANAGERS (PGIM FIXED INCOME)
- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) S.A.R.L.
- NOMURA ASSET MANAGEMENT (EUROPE) KVG MBH
- ALLIANCEBERNSTEIN (LUXEMBOURG) SARL

## Autres prestataires

---

**2020FRR02****COMMISSAIRES AUX COMPTES**

- MAZARS SA
- GRANT THORNTON SAS

**2022FRR02****SÉLECTION DE PRESTATAIRES DE SERVICES  
JURIDIQUES**

- FIELDFISHER (FRANCE) LLP ET CABINET ÉMILIE MAZZEI
- KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP

**2022FRR04****REALISATION DES SUPPORTS DE  
COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR**

- LUCIOLE

**2023FRR01****PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE  
DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE  
ET CLIMAT DU PORTEFEUILLE DU FRR**

- S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC

**2023FRR05****PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE  
L'EMPREINTE ESG DU PORTEFEUILLE DU FRR**

- MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION



# 10

Éléments  
financiers

# SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

Le résultat 2023 est bénéficiaire de 1007 M€, après un résultat 2022 déficitaire de 562 M€.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités atteignent le même niveau qu'en 2022 à 20,8 Md€.

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 1563 Md€ au 31 décembre 2023, progressent de 965 M€ par rapport à 2022 (598 M€).

Le résultat financier 2023 est positif à 1073 M€ après un résultat financier 2022 déficitaire de 507 M€.

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 514,40 M€ contre 443,20 M€ en 2022.

Les opérations de change dégagent un résultat positif de 175,60 M€ alors qu'il atteignait -714,50 M€ au 31 décembre 2022.

Les instruments financiers à terme enregistrent un gain de 207,10 M€ contre une perte de 1,10 M€ en 2022.

Les cessions d'instruments financiers dégagent un bénéfice de 250,00 M€, contre un déficit de 277,8 M€ en 2022.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est négatif à -106,5 M€ contre un résultat positif à 36,3 M€ 2022.

# BILAN AU 31/12/2023

## ACTIF

	2023		2022	
	Brut	Amortissement	Net	Net
<b>ACTIF IMMOBILISÉ</b>				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
Autres immobilisations incorporelles	7 174 476,44	-6 056 872,17	1 117 604,27	1 000 909,27
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	0,00	0,00
<b>Total I</b>	<b>7 187 188,75</b>	<b>-6 069 584,48</b>	<b>1 117 604,27</b>	<b>1 000 909,27</b>
<b>ACTIF CIRCULANT</b>				
<b>Créances d'exploitation</b>	85 393,34		85 393,34	91 462,17
<b>Créances diverses</b>				
Instruments financiers	15 427 531,25		15 427 531,25	13 828 526,46
Opérations de change	5 572 003 364,52		5 572 003 364,52	5 157 698 877,99
Instruments financiers à terme	206 522 887,56		206 522 887,56	315 361 920,73
<b>Instruments financiers</b>				
Actions et valeurs assimilées	4 314 904 309,74		4 314 904 309,74	5 759 320 326,32
Obligations et valeurs assimilées	9 108 923 538,58		9 108 923 538,58	7 576 189 769,72
Titres de créances négociables	666 325 474,24		666 325 474,24	602 467 622,83
Organismes de placements collectifs	6 297 840 360,35		6 297 840 360,35	6 207 731 025,41
<b>Disponibilités</b>	532 175 135,70		532 175 135,70	737 159 980,97
<b>Charges constatées d'avance</b>			0,00	0,00
<b>Total II</b>	<b>26 714 207 995,28</b>	<b>0,00</b>	<b>26 714 207 995,28</b>	<b>26 369 849 512,60</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>	<b>26 721 395 184,03</b>	<b>-6 069 584,48</b>	<b>26 715 325 599,55</b>	<b>26 370 850 421,87</b>

## PASSIF

	2023	2022
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Dotations	1 742 655 311,70	1 742 655 311,70
Réserves	1 724 340 245,55	2 286 323 232,06
Encart d'estimation	1 562 956 519,43	598 216 579,05
Résultat de l'exercice	1 007 402 186,72	-561 982 986,51
<b>Total I</b>	<b>6 037 354 263,40</b>	<b>4 065 212 136,30</b>
<b>DETTES</b>		
<b>Dettes financières</b>		
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	13 050 000 000,00	15 150 000 000,00
<b>Dettes d'exploitation</b>	<b>46 401 964,29</b>	<b>40 474 796,75</b>
<b>Dettes diverses</b>		
Instruments financiers	11 083 082,35	62 755 717,52
Opérations de change	5 451 579 874,09	4 911 421 831,14
Instruments financiers à terme	18 906 415,42	40 985 795,72
<b>Produits constatés d'avance</b>		<b>144,44</b>
<b>Total II</b>	<b>20 677 971 336,15</b>	<b>22 305 638 285,57</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>	<b>26 715 325 599,55</b>	<b>26 370 850 421,87</b>

# COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2023

## CHARGES

	2023	2022
<b>CHARGES D'EXPLOITATION</b>		
<b>Services extérieurs</b>	90 800 328,65	85 657 201,64
Rémunération sociétés de gestion	67 904 705,56	
Gestion administrative CDC	20 586 723,00	
Autres	2 308 900,09	
<b>Impôts et taxes et versements assimilés</b>	90 685,72	91 298,31
Taxe sur les salaires	90 685,72	
<b>Charges de personnel</b>	999 809,42	1 038 816,20
Salaires et traitements	746 902,19	
Charges sociales	252 907,23	
<b>Dotations aux amortissements</b>	277 152,00	289 294,00
Dotations aux amortissements	277 152,00	
<b>Total I</b>	<b>92 167 975,79</b>	<b>87 076 610,15</b>
<b>CHARGES FINANCIÈRES</b>		
<b>Charges financières</b>	1 530 457 417,64	2 679 887 908,78
Pertes de change	282 034 707,05	
Charges sur instruments financiers à terme	138 414 075,77	
Charges sur cession d'instruments financiers	750 794 960,36	
Charges sur options	358 380 845,52	
Autres charges financières	832 828,94	
<b>Total II</b>	<b>1 530 457 417,64</b>	<b>2 679 887 908,78</b>
<b>CHARGES EXCEPTIONNELLES</b>		
<b>Charges exceptionnelles</b>	0,00	0,00
Sur opérations de gestion	0,00	
<b>Total III</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	1 007 402 186,72	-561 982 986,51
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>2 630 027 580,15</b>	<b>2 204 981 532,42</b>

## PRODUITS

	2023	2022
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>		
<b>Services extérieurs</b>	26 068 393,52	32 484 030,87
Autres	26 068 393,52	
<b>Total I</b>	<b>26 068 393,52</b>	<b>32 484 030,87</b>
<b>PRODUITS FINANCIERS</b>		
<b>Produits financiers</b>	2 603 792 184,64	2 172 325 812,76
Revenus	514 450 181,47	
Gains de change	457 628 607,12	
Produits sur instruments financiers à terme	345 561 403,18	
Produits sur cession d'instruments financiers	1 000 872 192,73	
Produits sur options	251 852 352,22	
Autres produits financiers	33 427 447,92	
<b>Total II</b>	<b>2 603 792 184,64</b>	<b>2 172 325 812,76</b>
<b>PRODUITS EXCEPTIONNELS</b>		
<b>Produits exceptionnels</b>	167 001,99	171 688,79
Sur opérations de gestion	167 001,99	
<b>Total III</b>	<b>167 001,99</b>	<b>171 688,79</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>2 630 027 580,15</b>	<b>2 204 981 532,42</b>



# ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2023

## 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 contrevaletur 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 afférents 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 encaissement.

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

Les immobilisations corporelles sont amorties linéairement sur une durée de 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 auxquelles 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 « Créances » 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 « Créances » et « Dettes liées aux opérations de change » regroupent les opérations en instance qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.

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

Les « Instruments financiers » sont classés en quatre catégories : actions et valeurs assimilées, obligations et valeurs assimilées, titres de créances négociables, organismes de placements collectifs, dont les fonds de capital investissement et les 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 » correspondant au solde des abondements reçus par le Fonds de réserve pour les retraites depuis sa création en 1999, minorées des sommes affectées à la CADES,
- Les « Réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création, diminuées des sommes affectées à la dette CADES
- Les « Écarts d'estimation » représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêté,
- Le résultat de l'exercice.

## RÉSULTAT

Depuis 2022, le résultat enregistre en produits d'exploitation la différence entre la contrepassation de la charge à payer pour frais variables « *in fine* » de l'exercice précédent et le montant de ces frais réellement payés au cours de l'exercice.

Ainsi, le solde du compte « Frais de gestion » à la date d'arrêté balance avec les calculs extra-comptables de frais de gestion déterminés par le département middle-office de la Direction des Opérations.

## 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.

## Compléments d'informations relatifs à l'actif

### IMMOBILISATIONS

	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice
Immobilisations incorporelles	6 779 629,44	481 400,00	-87 553,00	7 173 476,44
Prise de participation	1 000,00	0,00	0,00	1 000,00
<b>I Total</b>	<b>6 780 629,44</b>	<b>481 400,00</b>	<b>-87 553,00</b>	<b>7 174 476,44</b>
Immobilisations corporelles	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
<b>II Total</b>	<b>12 712,31</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>12 712,31</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>6 793 341,75</b>	<b>481 400,00</b>	<b>-87 553,00</b>	<b>7 187 188,75</b>

### AMORTISSEMENTS

	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	Valeur nette comptable
Immobilisations incorporelles	-5 779 720,17	-277 152,00	0,00	-6 056 872,17	1 116 604,27
Prise de participation	0,00	0,00	0,00	0,00	1 000,00
<b>I Total</b>	<b>-5 779 720,17</b>	<b>-277 152,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-6 056 872,17</b>	<b>1 117 604,27</b>
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
<b>II Total</b>	<b>-12 712,31</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-12 712,31</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>-5 792 432,48</b>	<b>-277 152,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-6 069 584,48</b>	<b>1 117 604,27</b>

## IMMOBILISATIONS

## CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances	31/12/2023
----------	------------

## LIÉES AUX INSTRUMENTS FINANCIERS

Coupons échus à l'encaissement	6 111 011,64
Ventes en attente de règlement	8 389 586,92
Commissions / ristournes à recevoir	926 932,69
<b>Total</b>	<b>15 427 531,25</b>

## LIÉES AUX OPÉRATIONS DE CHANGE

Achats à terme	416 507 525,12
Devises à recevoir à terme	5 143 985 293,27
Devises à recevoir au comptant	418 049,74
Déport	11 092 496,39
<b>Total</b>	<b>5 572 003 364,52</b>

## LIÉES AUX INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME

Dépôts de garantie	196 941 790,63
Marge à recevoir	1 977 517,31
Prime sur option	7 603 579,62
<b>Total</b>	<b>206 522 887,56</b>

## VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

## PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2022

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	5 502 744 169,41	256 576 156,91		5 759 320 326,32
Obligations	8 616 131 286,87	-1 120 238 776,61	80 297 259,46	7 576 189 769,72
TCN	607 304 972,37	-4 837 349,54		602 467 622,83
Organismes de placements collectifs	5 130 335 651,58	1 077 395 373,83		6 207 731 025,41
OPCVM	4 625 035 745,05	1 054 483 649,54		5 679 519 394,59
Autres OPC	505 299 906,53	22 911 724,29		528 211 630,82
Fonds de Capital Investissement	0,00	32 712 458,91		32 712 458,91
OPC d'actifs non cotés	505 299 906,53	-9 800 734,62		495 499 171,91
<b>Total</b>	<b>19 856 516 080,23</b>	<b>208 895 404,59</b>	<b>80 297 259,46</b>	<b>20 145 708 744,28</b>

## PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2023

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	3 738 851 004,75	576 053 304,99		4 314 904 309,74
Obligations	9 414 340 390,22	-421 354 392,16	115 937 540,52	9 108 923 538,58
TCN	658 367 466,66	3 547 313,64	4 410 693,94	666 325 474,24
Organismes de placements collectifs	5 130 046 336,71	1 167 794 023,64		6 297 840 360,35
OPCVM	4 741 832 428,11	1 134 986 600,89		5 876 819 029,00
Autres OPC	388 213 908,60	32 807 422,75		421 021 331,35
Fonds de Capital Investissement	0,00	32 720 218,64		32 720 218,64
OPC d'actifs non cotés	388 213 908,60	87 204,11		388 301 112,71
<b>Total</b>	<b>18 941 605 198,34</b>	<b>1 326 040 250,11</b>	<b>120 348 234,46</b>	<b>20 387 993 682,91</b>

	31/12/2022	31/12/2023
Actions	5 759 320 326,32	4 314 904 309,74
Obligations	7 576 189 769,72	9 108 923 538,58
TCN	602 467 622,83	666 325 474,24
Organismes de placements collectifs	6 207 731 025,41	6 297 840 360,35
OPCVM	5 679 519 394,59	5 876 906 233,11
Autres OPC	528 211 630,82	421 021 331,35
Fonds de Capital Investissement	32 712 458,91	32 720 218,64
OPC d'actifs non cotés	495 499 171,91	388 301 112,71
<b>Total</b>	<b>20 145 708 744,28</b>	<b>20 387 993 682,91</b>



## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2022	31/12/2023
< 3 mois	3,69 %	2,28 %
> 3 mois < 1 an	7,08 %	5,59 %
1 à 3 ans	19,61 %	15,00 %
3 à 5 ans	22,76 %	18,17 %
5 à 7 ans	17,84 %	15,87 %
7 à 10 ans	18,90 %	13,52 %
10 à 15 ans	2,91 %	1,29 %
> 15 ans	7,21 %	7,39 %
	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2022	31/12/2023
Taux fixe	93,06 %	92,96 %
Taux indexé	0,02 %	0,00 %
Taux variable	6,92 %	7,04 %
	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

Devise	Actions	Obligations	Titres de créances négociables	Organismes de placements collectifs			Total
				OPCVM <sup>1</sup>	Autres OPC		
					OPC ANC <sup>2</sup>	LP <sup>3</sup> et FCPR	
AUD							0,00
CAD							0,00
CHF	21 699 465,93						21 699 465,93
DKK	9 031 859,96						9 031 859,96
EUR	2 318 482 150,46	6 040 467 302,12	666 325 474,24	3 962 761 683,00	388 301 112,71	32 484 907,00	13 408 822 629,53
GBP	156 190 621,90						156 190 621,90
HKD	0,00						0,00
JPY	541 602 141,99						541 602 141,99
NOK	13 208 477,37						13 208 477,37
NZD							0,00
SEK	26 516 581,22						26 516 581,22
SGD	0,00						0,00
USD	1 228 173 010,91	3 068 456 236,46		1 914 057 346,00		235 311,64	6 210 921 905,01
					495 499 171,91	32 712 458,91	
TOTAL NET D'IPA <sup>4</sup>	4 314 904 309,74	9 108 923 538,58	666 325 474,24	5 876 819 029,00		421 021 331,35	20 387 993 682,91
IPA sur bons du Trésor							
IPA sur bons du Trésor étrangers							
IPA sur certificats de dépôts							
Total IPA							
TOTAL	4 314 904 309,74	9 108 923 538,58	666 325 474,24			6 297 840 360,35	20 387 993 682,91

1. Dont *Exchange Traded Funds*.

2. Organismes de placements collectifs d'actifs non cotés.

3. *Limited Partnership* : Fonds de capital investissement.

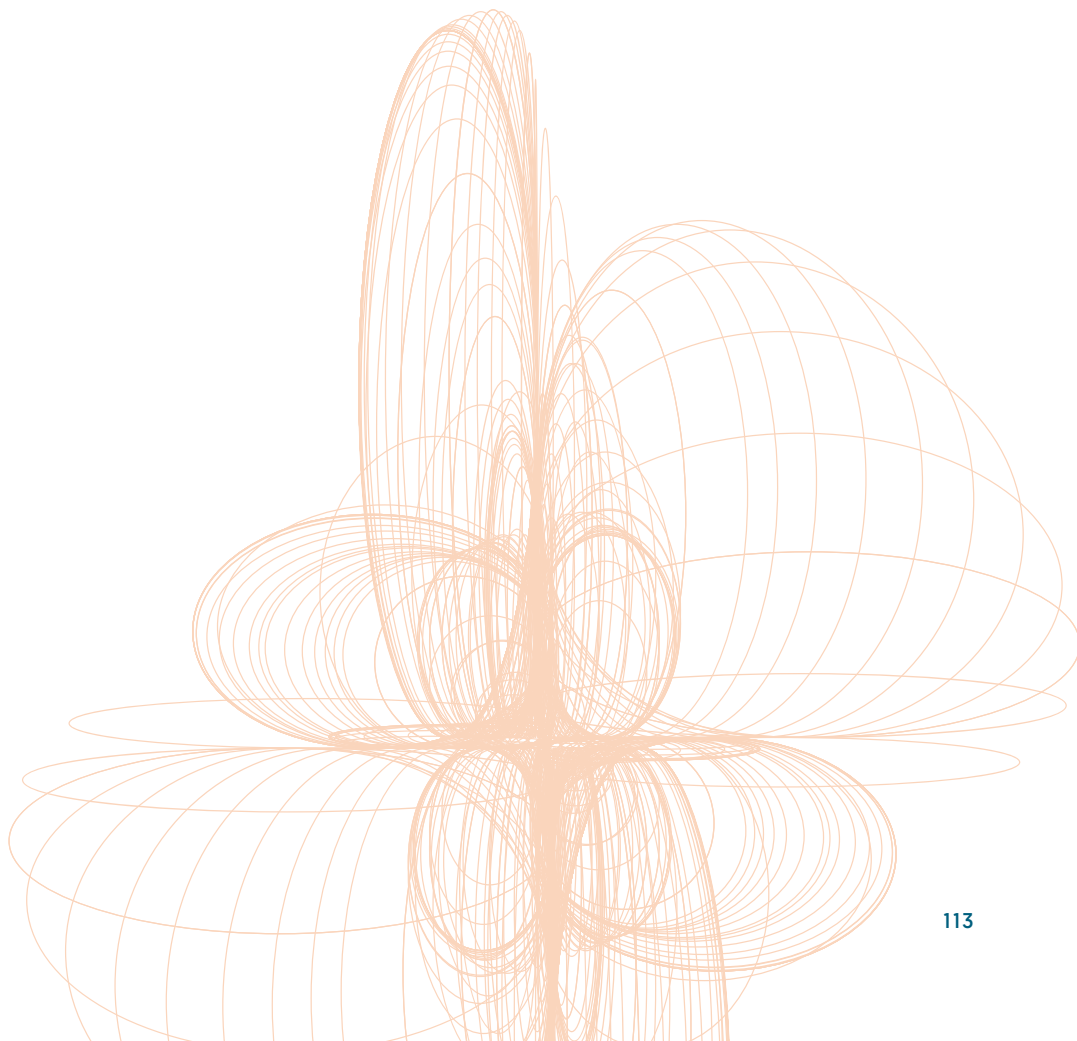
4. IPA : Intérêts perçus d'avance.

## RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2023

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
<b>ACTIONS</b>			
Européennes zone euro	2 318 482 150,46		2 318 482 150,46
Européennes hors zone euro	226 647 006,38		226 647 006,38
Amérique	1 228 173 010,91		1 228 173 010,91
Asie hors Japon	0,00		0,00
Japon	541 602 141,99		541 602 141,99
	<b>4 314 904 309,74</b>		<b>4 314 904 309,74</b>
<b>OBLIGATIONS</b>			
Européennes zone euro	6 040 467 302,12		6 040 467 302,12
Amérique	3 068 456 236,46		3 068 456 236,46
	<b>9 108 923 538,58</b>		<b>9 108 923 538,58</b>
<b>TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES</b>			
Européens zone euro	666 325 474,24		666 325 474,24
Amérique			0,00
	<b>666 325 474,24</b>	<b>0,00</b>	<b>666 325 474,24</b>
<b>ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS</b>			
<b>OPCVM</b>			
Européens zone euro	3 962 761 683,00		3 962 761 683,00
Européens hors zone euro			0,00
Amérique	1 914 057 346,00		1 914 057 346,00
	<b>5 876 819 029,00</b>		<b>5 876 819 029,00</b>
<b>AUTRES OPC</b>			
<b>Fonds de capital investissement</b>			
Europe	32 484 907,00		32 484 907,00
Amérique	235 311,64		235 311,64
	<b>32 720 218,64</b>		<b>32 720 218,64</b>
<b>OPC d'actifs non cotés</b>			
Europe	388 301 112,71		388 301 112,71
	<b>388 301 112,71</b>		<b>388 301 112,71</b>
	<b>421 021 331,35</b>		<b>421 021 331,35</b>
	<b>6 297 840 360,35</b>		<b>6 297 840 360,35</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>20 387 993 682,91</b>		<b>20 387 993 682,91</b>

## DISPONIBILITÉS

Devises	Total
AUD	6 580 958,83
CAD	0,00
CHF	881 532,65
DKK	99 065,80
EUR	320 588 102,87
GBP	2 557 023,61
HKD	2 665 913,02
JPY	25 140 261,83
NOK	94 118,26
NZD	0,00
SEK	239 269,86
SGD	1 059 630,17
USD	172 269 258,80
<b>Total</b>	<b>532 175 135,70</b>



## Compléments d'informations relatifs au passif

### ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS

Capitaux propres	31/12/2022	Affectation résultat 2022	Résultat 2022	[+]	[-]	31/12/2023
Dotations	1 742 655 311,70					1 742 655 311,70
Réserves	2 286 323 232,06	-561 982 986,51				1 724 340 245,55
Écarts d'estimation	598 216 579,05			964 739 940,38		1 562 956 519,43
Résultat de l'exercice	-561 982 986,51	561 982 986,51	1 007 402 186,72			1 007 402 186,72
<b>Sous-Total</b>	<b>4 065 212 136,30</b>	<b>0,00</b>	<b>1 007 402 186,72</b>	<b>964 739 940,38</b>		<b>6 037 354 263,40</b>
<b>Dettes long terme</b>	<b>31/12/2022</b>					<b>31/12/2023</b>
CADES + 1 an	15 150 000 000,00				2 100 000 000,00	13 050 000 000,00
<b>Sous-Total</b>	<b>15 150 000 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>2 100 000 000,00</b>	<b>13 050 000 000,00</b>
<b>Total capitaux permanents</b>	<b>19 215 212 136,30</b>	<b>0,00</b>	<b>1 007 402 186,72</b>	<b>964 739 940,38</b>	<b>2 100 000 000,00</b>	<b>19 087 354 263,40</b>

### RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES

	2020	2021	2022	2023
Résultats de l'exercice	722 543 052,97	1 563 780 179,09	-561 982 986,51	1 007 402 186,72

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
Dettes CADES	15 150 000 000,00	2 100 000 000,00	13 050 000 000,00	7 250 000 000,00	5 800 000 000,00
Dettes d'exploitation	46 401 964,29				
Dettes liées aux instruments financiers	11 083 082,35				
Dettes liées aux opérations de change	5 451 579 874,09				
Dettes liées aux instruments financiers à terme	18 906 415,42				
	<b>20 677 971 336,15</b>	<b>2 100 000 000,00</b>	<b>13 050 000 000,00</b>	<b>7 250 000 000,00</b>	<b>5 800 000 000,00</b>

### DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes	31/12/2023
<b>LIÉES AUX INSTRUMENTS FINANCIERS</b>	
Achats en attente de règlement	11 083 082,35
<b>Total</b>	<b>11 083 082,35</b>
<b>LIÉES AUX OPÉRATIONS DE CHANGE</b>	
Ventes à terme	5 029 145 315,68
Devises à livrer à terme	421 456 578,08
Devises à livrer au comptant	417 942,04
Report	560 038,29
<b>Total</b>	<b>5 451 579 874,09</b>
<b>LIÉES AUX INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME</b>	
Marge à régler	2 138 942,83
Prime sur options	16 767 472,59
<b>Total</b>	<b>18 906 415,42</b>



## Compléments d'information relatifs au compte de résultat

### CHARGES D'EXPLOITATION

	Montant
<b>SERVICES EXTÉRIEURS</b>	<b>90 800 328,65</b>
Gestion Administrative (Caisse des dépôts et consignations)	20 586 723,00
Rémunération des sociétés d'investissement	67 904 705,56
Autres services extérieurs	2 308 900,09
Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme	1 257 614,59
<b>IMPÔTS ET TAXES</b>	<b>90 685,72</b>
<b>PERSONNEL</b>	<b>999 809,42</b>
<b>AMORTISSEMENTS</b>	<b>277 152,00</b>
<b>Total</b>	<b>92 167 975,79</b>

### PRODUITS D'EXPLOITATION

<b>SERVICES EXTÉRIEURS</b>	<b>26 068 393,52</b>
Autres services extérieurs	26 068 393,52

### 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	2				2
Employés	3				3
<b>Total</b>	<b>7</b>				<b>7</b>
Autres <sup>5</sup>				2	

## Engagements hors bilan

### CONTRATS DE CHANGE À TERME

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	4 424 197,24	0,09 %	9 508 720,60	2,26 %
CAD	7 131 051,07	0,14 %	306 793,43	0,07 %
CHF	22 557 112,69	0,44 %	1 360 676,92	0,32 %
DKK	9 671 001,74	0,19 %	777 928,08	0,18 %
GBP	153 524 289,10	2,98 %	1 626 601,03	0,39 %
HKD	4 848 113,52	0,09 %	0,00	0,00 %
JPY	8 157 738,05	0,16 %	163 130 795,09	38,71 %
NOK	12 291 693,42	0,24 %	882 907,49	0,21 %
NZD	19 797,53	0,00 %	220 241,69	0,05 %
SEK	29 957 404,66	0,58 %	6 450 552,52	1,53 %
SGD	37 555,89	0,00 %	792 832,94	0,19 %
USD	4 891 365 338,36	95,09 %	236 398 528,29	56,09 %
<b>Total</b>	<b>5 143 985 293,27</b>	<b>100,00 %</b>	<b>421 456 578,08</b>	<b>100,00 %</b>

# RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES



61, rue Henri Regnault  
92075 Paris La Défense Cedex



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

## ***FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES***

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes  
annuels

*Exercice clos le 31 décembre 2023*

Société Anonyme d'expertise comptable et de  
commissariat aux comptes à directoire et conseil de  
surveillance  
Capital de 8.320.000 €  
RCS Nanterre 784 824 153

Société par Actions Simplifiée d'expertise  
comptable et de commissariat aux comptes  
Capital de 2.297.184 €  
RCS Nanterre 632 013 843

## FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES

56, rue de Lille  
75007 Paris

### Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels

Exercice clos le 31 décembre 2023

Aux membres de 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 2023, 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<sup>er</sup> janvier 2023 à la date d'émission de notre rapport.

### Justification des appréciations

En application des dispositions des articles L.821-53 et R.821-180 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.

### *Informations données dans le rapport de gestion et dans les autres documents sur la situation financière et les comptes annuels adressés aux membres du Conseil de Surveillance*

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 de 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.821-55 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.

Les Commissaires aux comptes

Mazars

Courbevoie, le 22 mars 2024

Grant Thornton

Neuilly-sur-Seine, le 22 mars 2024

Gilles DUNAND-  
ROUX

Associé

Jean-Luc MENDIELA

Associé

Azarias SEKKO

Associé



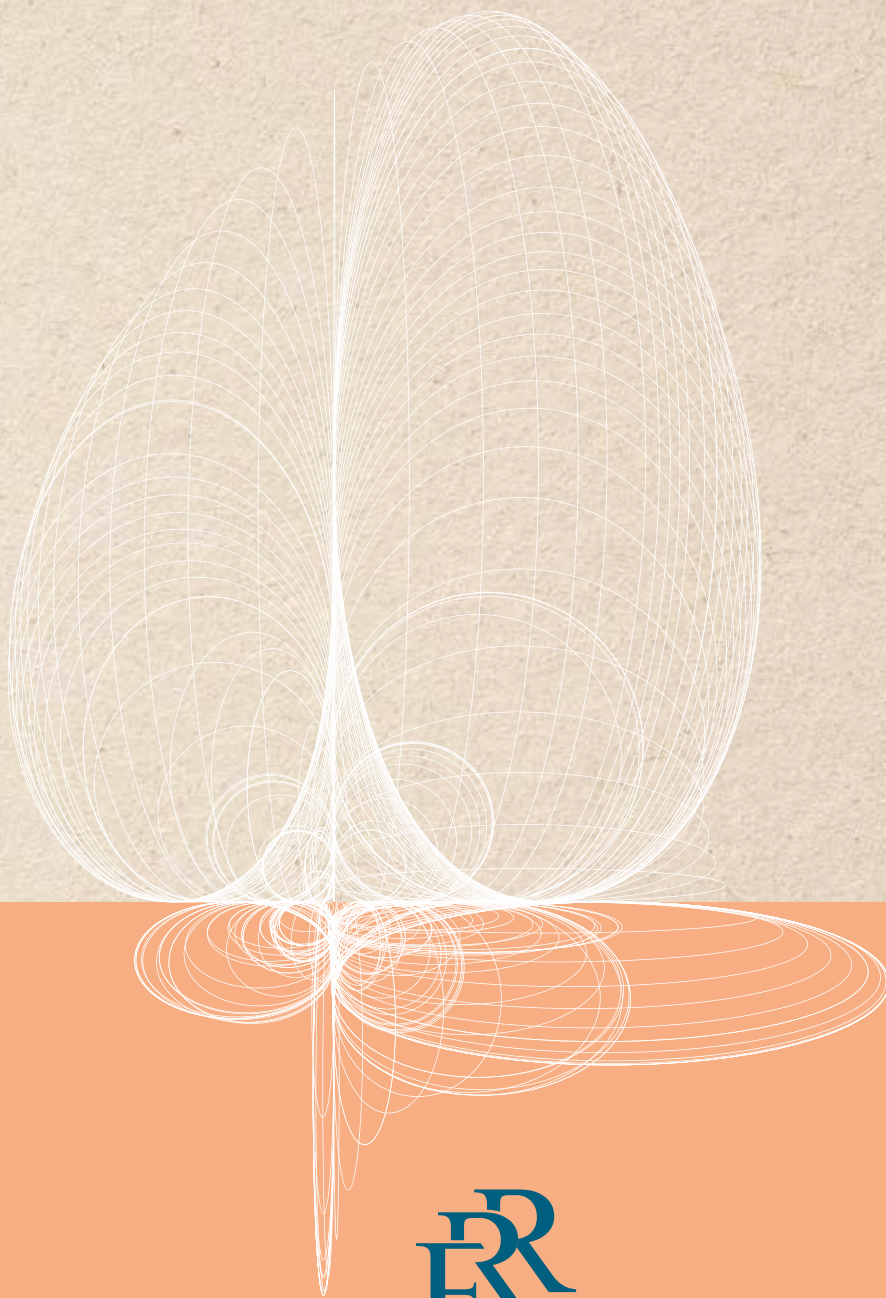
Création et réalisation :  
Agence Luciole

Crédits photos :  
Patrick Sordoillet,  
Unsplash (AnnieSpratt,  
MagicPattern)

Impression sur  
Nautilus SuperWhite,  
un papier 100 % recyclé  
et certifié FSC

Juin 2024





Fonds de Réserve pour les Retraites  
- 56 rue de Lille 75007, Paris -  
**[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)**