

2024

RAPPORT ANNUEL

2024



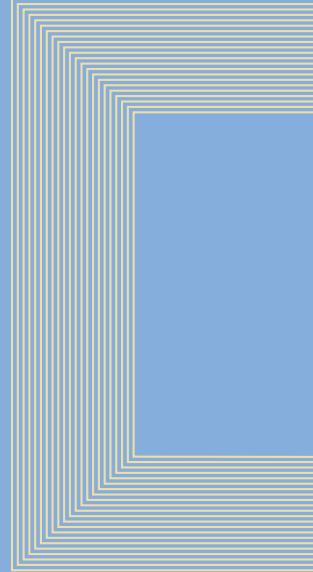
SOM- MAIRE

INTRODUCTION

2024 en chiffres	4
Le mot de la Présidente du Conseil de Surveillance et du Directoire	6
Faits marquants en 2024	10
Les instances	12
Nos équipes	15

PARTIE 1

LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DU FRR CRÉE DE LA VALEUR DURABLE	20
1. Les missions du FRR	21
2. Un processus de gestion rigoureux	29



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

PARTIE 2

LA RESPONSABILITÉ EST AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR

62

- 1. Une stratégie d'investissement responsable ambitieuse **63**
- 2. Une stratégie d'engagement continu auprès des entreprises et des gérants **71**

PARTIE 3

LES INVESTISSEMENTS DU FRR ONT UN IMPACT POSITIF SUR LES GRANDS ENJEUX PUBLICS DE DEMAIN

82

- 1. Un impact important sur les enjeux d'investissement responsable **83**
- 2. Un maillon essentiel du financement de l'économie française **97**

PARTIE 4

ÉLÉMENTS FINANCIERS

107

- 1. Coûts du FRR **108**
- 2. Principaux éléments comptables **109**
- 3. Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2024 **114**
- 4. Rapport général des commissaires aux comptes **128**

2024 EN CHIFFRES

Actif du FRR fin 2024 :

20,4 Md€

+6,5%

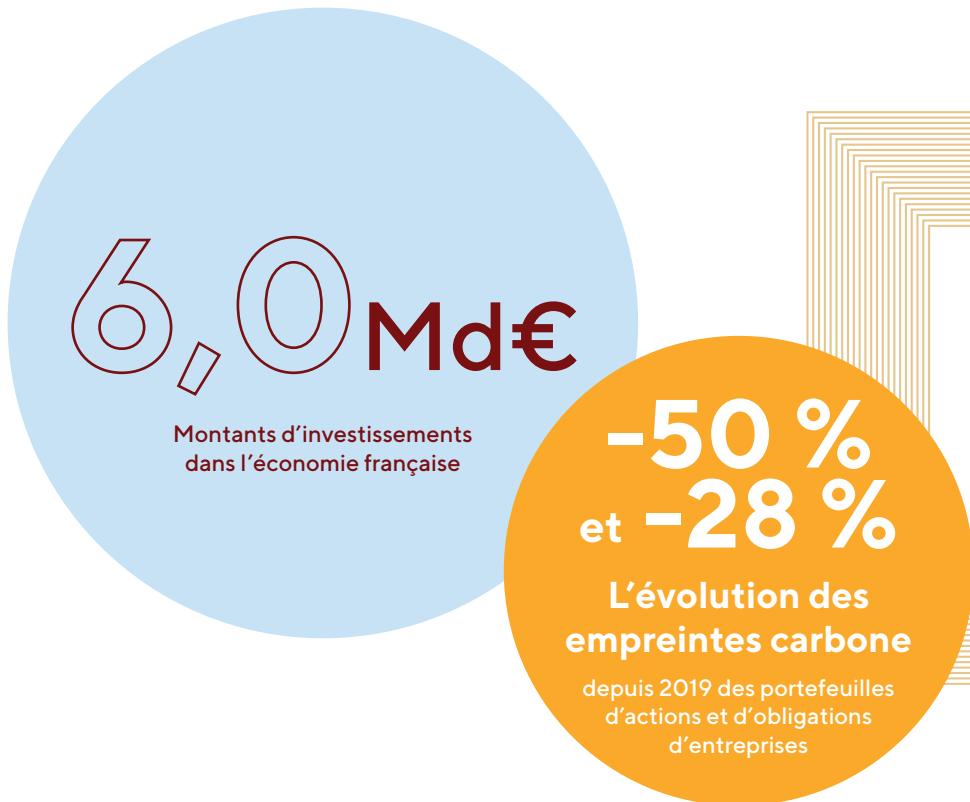
Performance 2024
sur l'actif, nette de frais

+14,1 Md€

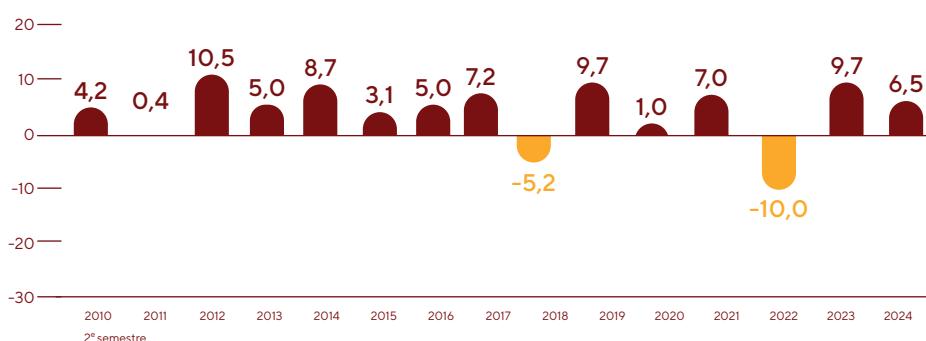
Création de valeur
par rapport
à un investissement
en dette française
depuis fin 2010

+4,0%

Performance annualisée
depuis fin 2010



Performance annuelle nette du FRR (en %)



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.



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

SANDRINE LEMERY
Présidente du Conseil
de Surveillance

L'année 2024 s'est clôturée sur une note très positive malgré l'apparition de signaux annonciateurs de difficultés, liés à la politique de repli sur soi des États-Unis et à la fragilisation des alliances sur lesquelles reposent, depuis l'après-guerre, la prospérité et la démocratie du monde occidental.

Une gouvernance renouvelée

Sur le plan institutionnel, la gouvernance du Directoire a été renouvelée à plusieurs égards. Salwa Boussoukaya-Nasr a rejoint le Directoire fin mars 2024, aux côtés d'Adrien Perret, nommé en juillet 2023. En décembre 2024, Olivier Sichel a succédé à Éric Lombard à la présidence du Directoire, ce dernier ayant été nommé ministre de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Olivier Sichel exerce cette fonction en qualité de Directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignations. Le Conseil de surveillance a également été fortement renouvelé.

Olivier Blamangin a succédé à Pierre-Yves Chanu comme représentant de la CGT, et désigné vice-président du Conseil de Surveillance du FRR en mars 2025. Par ailleurs, de nouveaux représentants du Sénat et de l'Assemblée nationale ont été désignés : Solanges Nadille, sénatrice de la Guadeloupe et Philippe Mouiller, sénateur des Deux-Sèvres et président de la commission des affaires sociales du Sénat, en février 2024, ainsi qu'Éva Sas, députée de la 8^e circonscription de Paris et Arnaud Simion, député de la Haute-Garonne, en novembre 2024.

L'allongement de l'horizon ouvre des perspectives favorables à la performance

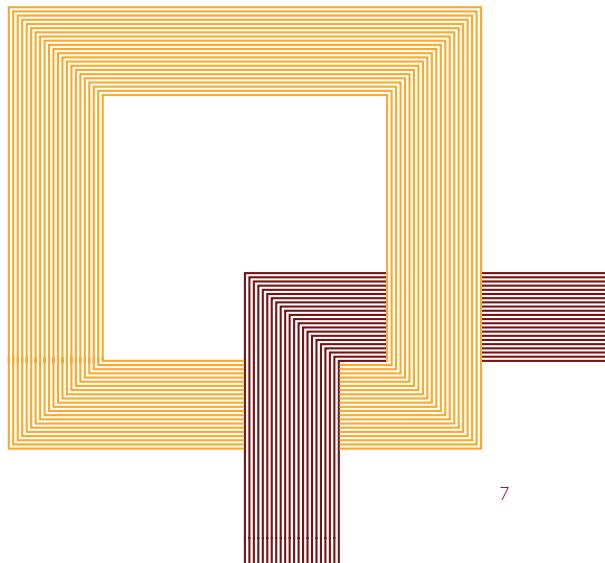
Dès le printemps 2024, les échanges menés avec les différentes parties prenantes du FRR ont confirmé que l'horizon de gestion de ce dernier s'étendait bien au-delà de 2033, date du dernier versement à la CADES prévu par la loi. Ainsi, les actifs du FRR peuvent continuer d'être gérés sur un horizon long, en s'appuyant encore davantage sur les actions et les actifs de risque intermédiaire tout en continuant de garantir la capacité de paiement de son passif, grâce au surplus de rendement attendu à long terme de ces actifs par rapport aux obligations de qualité.

Le poids des actions non couvertes dans l'allocation stratégique a ainsi été porté fin juin à 41,5 % de l'actif du FRR, en hausse de 9 points par rapport à l'allocation précédente, tandis que le poids des obligations de qualité (investment grade) était réduit de 9 points, à 21%. Le poids des actifs de risque intermédiaire est resté stable à 37,5 % mais, en leur sein, les actions couvertes par des options ont reculé de 3 points en faveur des obligations à haut rendement.

Grâce à l'horizon de gestion long, cette nouvelle allocation et son évolution devraient permettre au FRR de disposer, en médiane, de près de 2 Md€ supplémentaires d'ici 2033, par rapport à la trajectoire prévue précédemment sur cet horizon limité (soit 14 % de valeur en plus).

Sur l'ensemble de l'année, le FRR a enregistré une performance nette de tous frais de +6,46 % portée par des marchés favorables. La situation économique mondiale est en effet restée solide en 2024 et les politiques monétaires accommodantes aux États-Unis et en Zone Euro ont permis aux actifs de performance (actions non couvertes et actifs de risque intermédiaire) de progresser de 9,5 % tandis que les actifs de couverture enregistraient une performance de 2,5 %, tirée essentiellement de la baisse des primes de risque (spreads).

Depuis le 1^{er} janvier 2011, la performance annualisée du portefeuille atteint +4,06 % nette de tous frais, un niveau très supérieur au coût moyen de la dette publique portée par la CADES sur la même période (1,2 %). Cette surperformance a permis de générer une valeur nette de 14,1 Md€ pour les finances publiques. Le FRR a maintenant restitué davantage que l'ensemble des dotations reçues (2,2 Md€ de plus) tandis que son actif net s'élève à 20,4 Md€ fin 2024 en valeur de marché.



Un renforcement des investissements en actifs français non cotés pour soutenir les PME, les transitions écologiques et énergétiques et la souveraineté

L'allongement de l'horizon ouvre la voie à la poursuite des investissements du FRR dans l'économie française, en particulier en actifs non cotés au service de sa raison d'être: « investir pour créer de la valeur durable au service des grands enjeux publics de demain ».

En dépit d'une performance du marché français décevante en 2024 relativement aux autres zones géographiques, le FRR a renforcé ses investissements en actifs français, qui représentent plus de 30 % de son portefeuille. De nouveaux investissements en actifs non cotés ont été initiés, majoritairement pour financer la croissance de petites et moyennes entreprises françaises et favoriser la création d'emplois domestiques avec une orientation



OLIVIER SICHEL
Président du Directoire

forte vers le soutien aux innovations technologiques, aux transitions écologique et énergétique, à l'innovation sociale et à la souveraineté, tout en poursuivant une logique d'investisseur responsable.

Le FRR a ainsi durci sa politique d'exclusions climatiques en 2024, en premier lieu concernant le charbon (seuil abaissé de 10 % à 5 %, ajout de limites à 10 GW pour la production d'électricité à partir du charbon et à 10 millions de tonnes pour l'extraction de charbon thermique, exclusion en cas de développement de nouvelles centrales électriques à base de charbon) et les énergies non conventionnelles pour l'ensemble de ses mandats.

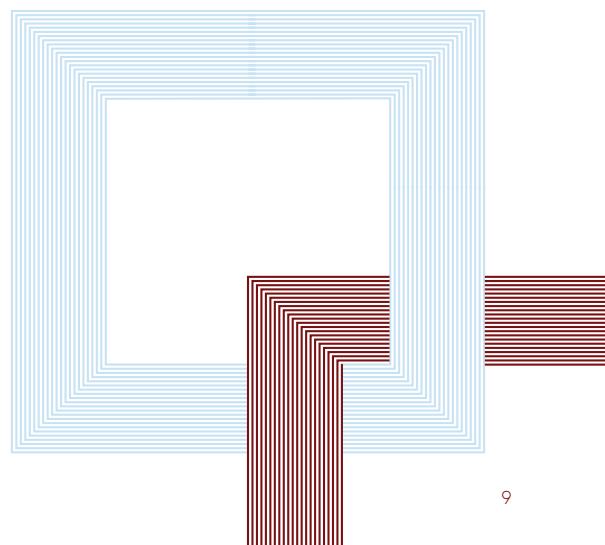


ADRIEN PERRET
Membre
du Directoire

La qualité de la gestion récompensée

La qualité de la gestion financière du FRR alliant performance, soutien à l'économie et investissement responsable a été soulignée par le jury du prix des Couronnes Institut Invest de l'Agefi. Le FRR a ainsi reçu fin novembre le « Prix de l'investisseur institutionnel pour sa gestion de la performance financière ». Le Jury a également reconnu la qualité de la gouvernance du FRR et la cohérence de son action pour mettre en œuvre ses missions en lui décernant le « Prix de la meilleure gouvernance en faveur du déploiement de la raison d'être et/ou de la mission ».

Par ses choix stratégiques et son engagement de long terme, le FRR continue à concilier performance financière et responsabilité sociétale. À l'heure où certains acteurs sont tentés de remettre en question les principes de responsabilité et de durabilité, le FRR entend rester aux avant-postes de la gestion responsable, tout en continuant de créer de la valeur pour la collectivité et de soutenir les grands enjeux publics de demain en matière de solidarité et de souveraineté.



Faits marquants

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

- Rallongement de l'horizon d'investissement au-delà de 2033
- Adoption d'une allocation stratégique comportant **41,5 % d'actions** non couvertes, **+9 points** par rapport à l'allocation de 2023
- Lancement des appels d'offres sur les mandats d'actions japonaises de toutes capitalisations, les mandats d'adossement en OAT, les mandats overlay
- Attribution des mandats d'actions françaises de petites capitalisations, d'actions européennes de petites capitalisations, d'actions américaines de grandes et moyennes capitalisations, d'actions américaines de petites capitalisations

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

- Renforcement de la politique d'exclusion, notamment sur les entreprises dont l'activité est liée au charbon ou à des énergies non conventionnelles
- Mise en œuvre du plan de formation ESG pour tous les collaborateurs et instances de gouvernance du FRR

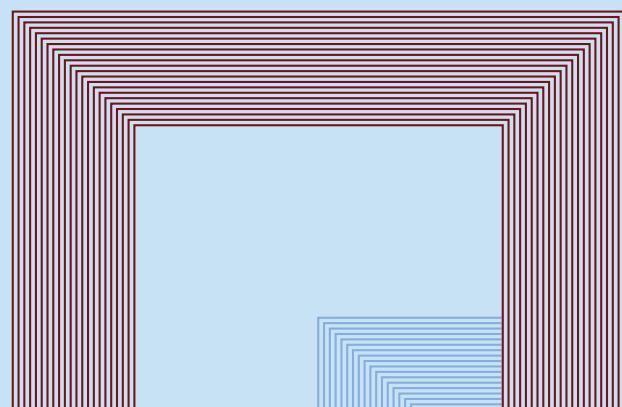


INVESTISSEMENT DANS L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

- Lancement d'une nouvelle politique d'investissement dans les actifs non cotés, ciblant une exposition importante à l'économie française, permettant d'engager des montants annuels significatifs et notamment **500 M€** en 2025
- Engagement notamment d'au moins **250 M€** sur des fonds labellisés « Tibi 2 » sur les prochaines années

RÉCOMPENSES SUR LA GESTION DU FRR

- Prix des couronnes Institut Invest de l'AGEFI sur **la gestion de la performance financière**
- Prix des couronnes Institut Invest de l'AGEFI sur **la meilleure gouvernance en faveur du déploiement de la raison d'être et/ou de la mission**



Les instances

Conseil de Surveillance au 31 décembre 2024

Présidente

Sandrine Lémery

Membres de l'Assemblée Nationale

Éva Sas, Arnaud Simion

Membres du Sénat

Philippe Mouiller, Solanges Nadille

Personnalités qualifiées

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

Olivier Blamangin, depuis le 5 décembre 2024, 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 Thibault Sellier

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni, suppléant Pierre-Alexis Vandenboomgaerde

Confédération française de l'encadrement - CGC

Jean-Arnaud Guyard, suppléante Christine Diebold

Représentants des employeurs et travailleurs indépendants

Mouvement des entreprises de France

Éric Pinon, suppléant Jacques Vessaud

Clara Tousch, suppléant Éric Andrieu

Philippe Poiget, suppléant Nicolas Bondonneau

Confédération des petites et moyennes entreprises

Alain Duffoux, suppléant Michel Giordano

Union des entreprises de proximité

Corinne Postel

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

Pierre Pribile, suppléant Étienne Barraud

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

Élise Delaître, suppléant Olivier Dufreix

Comités émanant du Conseil de Surveillance :

Comité Stratégie d'Investissement

Ce comité a pour rôle d'établir des points sur le contexte économique et financier et, si nécessaire, de formuler des avis sur l'évolution de la gestion financière.

Comité Audit et des Comptes

Ce comité est notamment chargé du contrôle légal des comptes annuels, de valider l'information sur la gestion financière et l'efficacité des systèmes d'information, de contrôle interne et de gestion des risques.

Comité Investissement Responsable

Ce comité est chargé de conseiller le FRR sur sa politique d'investissement responsable.

Directoire

Président

Éric Lombard (jusqu'au 25 décembre 2024) / Olivier Sichel (depuis le 26 décembre 2024)

Membres du Directoire

Salwa Boussoukaya-Nasr

Adrien Perret

Comité de Sélection des Gérants

Président

Adrien Perret

Membres du Comité de Sélection des Gérants

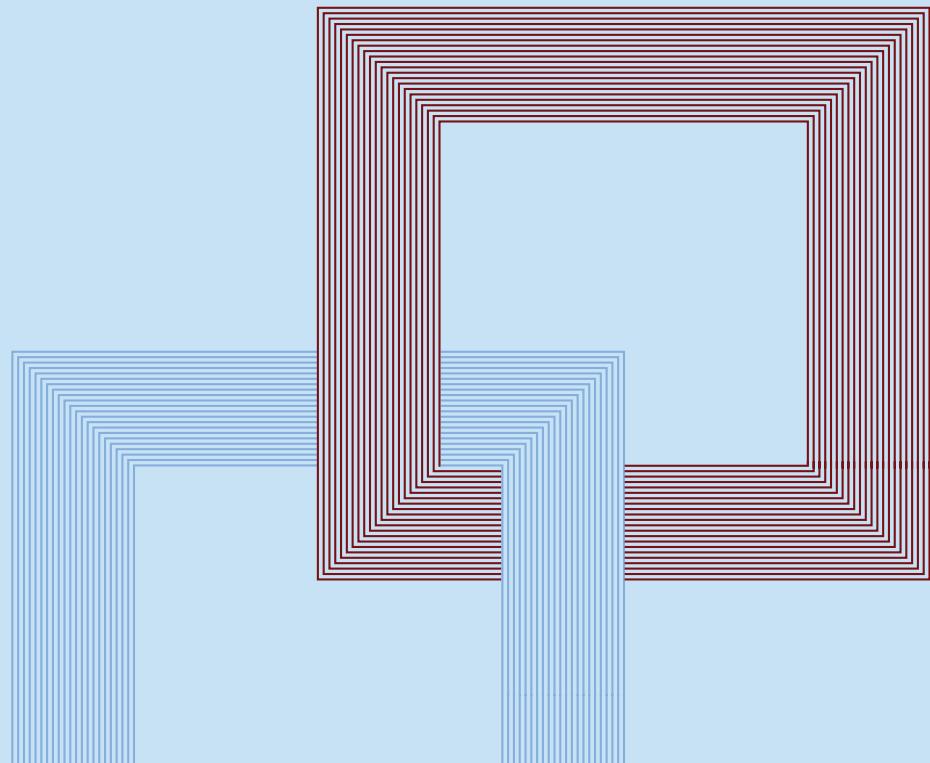
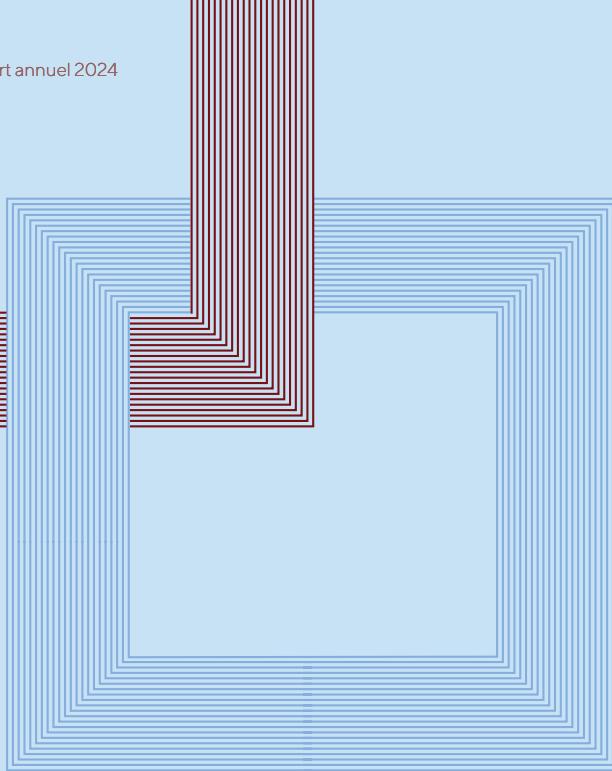
Thierry Coussieu

Catherine Guinefort

Samia Khallaf

Patrick Savadoux





Nos équipes

Le FRR compte, en 2024, 48 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.



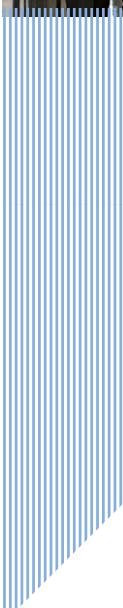
Comité de Direction

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.

Ces directions sont représentées au sein du Comité de Direction, composé de :

- Salwa Boussekaya-Nasr, Membre du Directoire
- Adrien Perret, Membre du Directoire
- Pierre-Olivier Billard, Directeur Financier
- Sidonie Freoa Dhekaier, Directrice Juridique et de la Communication
- Rachel Cascajo, Directrice des Opérations et des Risques
- Pierre Leygue, Responsable du Département des Risques Financiers et de la Performance

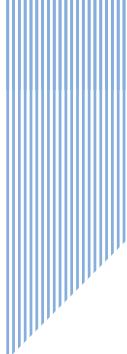


Direction Financière



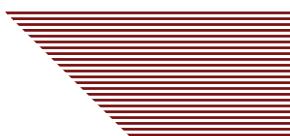
Département de la gestion déléguée et de l'investissement responsable

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 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.



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'Etat, 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.

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 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.



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.



Assistantes de direction

Elles s'assurent du bon fonctionnement de l'organisation quotidienne des équipes et de la direction. Elles ont par ailleurs en charge l'organisation des instances du FRR.



LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DU FRR CRÉE DE LA VALEUR DURABLE

LES MISSIONS DU FRR

Le FRR est un établissement public qui a pour mission d'investir les sommes qui lui sont confiées par les pouvoirs publics. Sa politique d'investissement vise à optimiser le rendement dans les meilleures conditions de sécurité afin de participer au financement des retraites. La performance du FRR a notamment pour but d'être supérieure au coût de la dette publique, afin de créer de la valeur pour l'État.

Cette création de valeur, qui fin 2024 se monte à 14,1 Md€, a été favorisée par une allocation d'actifs optimisée sur des objectifs de long terme, comportant une part importante d'actifs de performance tels que les actions, les obligations à haut rendement ou des actifs non cotés tels que le capital investissement, les infrastructures ou la dette privée.

Contexte économique et de marché en 2024

Situation économique

En 2024, la décrue de l'inflation s'est poursuivie dans un contexte de croissance mondiale modérée mais résiliente (3,2 % après 3,3 % en 2023), malgré les taux d'intérêt maintenus élevés par les banques centrales et les tensions géopolitiques persistantes. Entrée dans sa 4e année, la phase d'expansion s'est toutefois appuyée sur des performances inégales entre les régions et les secteurs.

Sur le plan sectoriel, la faiblesse prolongée de l'industrie manufacturière (à l'exception des secteurs technologiques tels que les semi-conducteurs) a de nouveau contrasté avec la résilience des services, qui ont bénéficié en particulier de la forte demande pour les activités liées aux technologies du numérique et de la solide croissance des services financiers.

Sur le plan régional, le cycle économique aux États-Unis est demeuré plus fort qu'en zone euro, avec une croissance du PIB américain continuant d'avoiser les 3 % en réel (plus de 5 % en nominal) contre 0,8 % estimé pour la zone euro (moins de 3 % en nominal). Le dynamisme des

dépenses des ménages et des entreprises et le rebond de l'investissement résidentiel expliquent la très bonne performance de l'économie américaine.

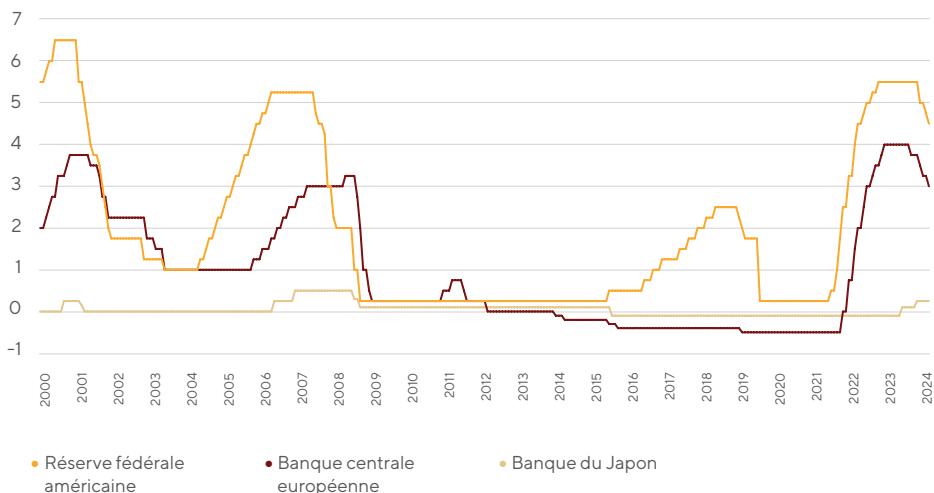
En zone euro, la reprise a été moins forte qu'attendu, reflétant les effets de la politique monétaire restrictive, notamment sur l'investissement, ainsi qu'un redémarrage limité de la consommation des ménages qui ont maintenu des taux d'épargne élevés.

Le contexte économique a également été peu porteur au Japon, où l'activité n'a crû que de 0,1 % en 2024, en raison d'une consommation privée pénalisée par l'inflation persistante et la dépréciation du yen. En Chine, la désinflation s'est prolongée et la croissance a nettement ralenti face à l'enlisement de la crise du secteur immobilier. Les réponses des autorités chinoises se sont avérées tardives et relativement modestes. Néanmoins les mesures contracycliques du plan de soutien annoncé en septembre ont permis d'atteindre tout juste l'objectif de croissance de 5 % en 2024.

Sur le front de l'inflation, la décrue s'est poursuivie mais, comme anticipé, « le dernier kilomètre de désinflation » avant la cible s'est avéré plus lent à couvrir, limitant la capacité des banques centrales à assouplir leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine n'a opéré son pivot qu'à l'été 2024 avec une baisse de taux de 50 bps en septembre, qu'elle a complété de 2 mouvements de 25 bps en novembre et décembre pour ramener le taux des fonds fédéraux à 4,5 % fin 2024.

La Banque centrale européenne a débuté son cycle d'assouplissement plus tôt que la Fed, en juin, et abaissé au total le taux de la facilité de dépôts de 100 bps au cours du 2nd semestre 2024 pour le fixer à 3 % en fin d'année. À contre-courant, la Banque du Japon a enclenché une normalisation prudente de sa politique monétaire face à une inflation durablement supérieure à 2 %. Elle a relevé son taux directeur de 35 bps pour le ramener en territoire positif pour la 1^{re} fois depuis 2016 à 0,25 %.

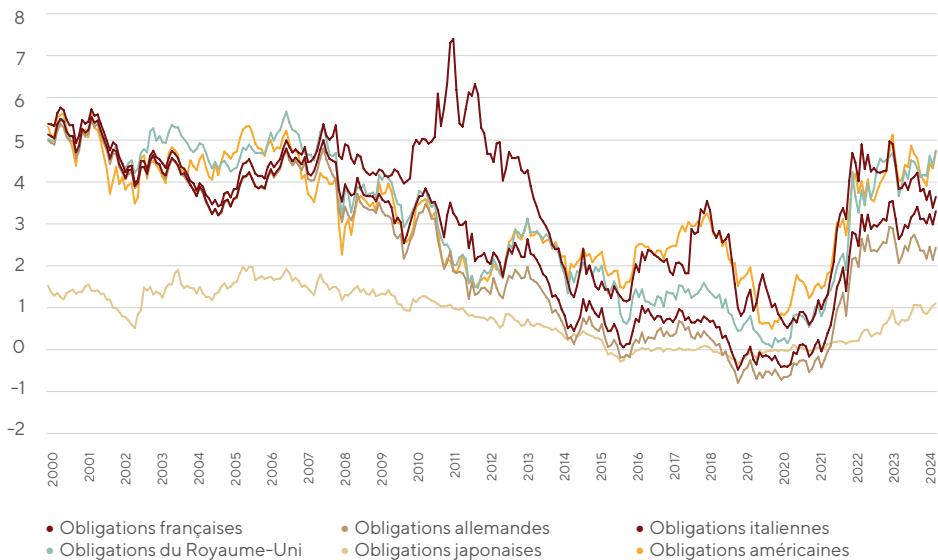
**Taux directeurs des banques centrales :
États-unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon (en %)**



Performance des actifs obligataires de qualité

Le graphique suivant représente l'évolution des taux d'intérêt à 10 ans des principaux pays de la zone euro (Allemagne, France, et Italie), des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni.

Taux d'intérêt à 10 ans des obligations souveraines depuis 2000 (en %)



Aux États-Unis, les taux d'intérêt souverains ont légèrement augmenté, passant pour la référence à 10 ans de 3,9 % en début d'année 2024 à 4,6 % en fin d'année. Le taux souverain américain à 10 ans a connu des fluctuations modérées en cours d'année avec un plus haut à 4,7 % en avril et un plus bas à 3,6 % en septembre. Malgré le cycle de baisse des taux directeurs entamé par la banque centrale américaine (FED) en septembre 2024, les taux d'intérêt à moyen-long terme ont été soutenus par une croissance économique très solide aux États-Unis et une inflation sous-jacente encore résiliente.

En France, les taux d'intérêt souverains ont également augmenté, passant pour la référence à 10 ans de 2,6 % en début

d'année à 3,2 % fin 2024. Le taux souverain à 10 ans français n'a pas connu de très fortes fluctuations en cours d'année avec un plus haut à seulement 3,3 % au mois de juillet. En revanche, le taux à 2 ans a baissé, passant depuis le début de l'année de 2,9 % à 2,3 %, notamment sous l'effet de la baisse des taux de la BCE.

Ces légères hausses de taux ont été compensées par un portage positif qui permet d'afficher des performances modestement positives de l'adossement et des obligations du Trésor américains sur 2024. Par ailleurs, les actifs de crédit ont été favorisés en 2024 par une baisse des primes de risque de crédit pour les émissions en euros et en dollars.

Performance des actifs de couverture sur 2024

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



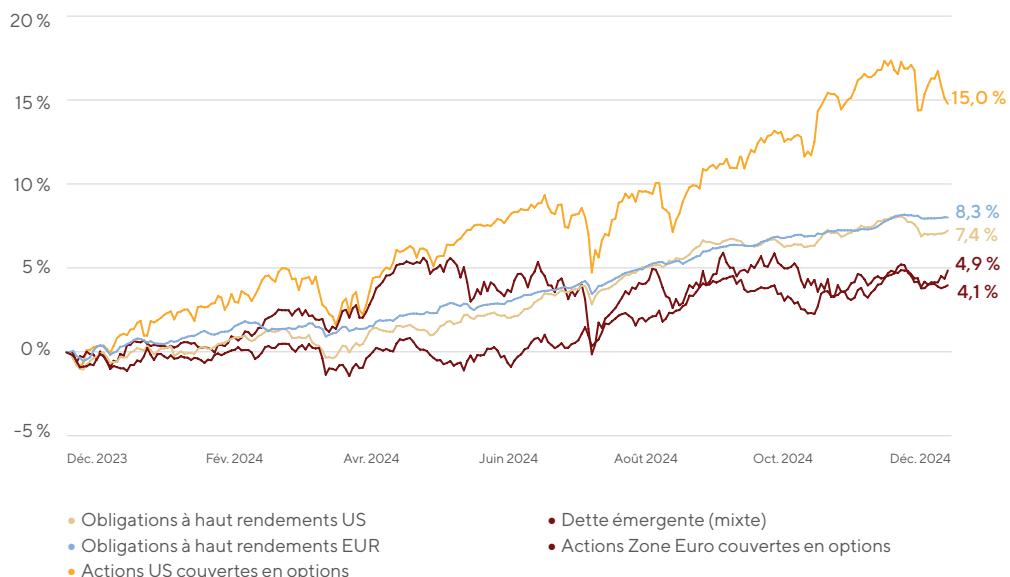
Sur le segment de qualité (« Investment grade »), les primes de risque des crédits en euros ont diminué de 0,4 % et celles des crédits en dollars de 0,2 %, poursuivant leur tendance baissière initiée depuis l'automne 2022. Au 31/12/2024, les primes de risque se situent à des niveaux relativement bas à respectivement 1 % et 0,7 % pour les émissions en euros et en dollars.

Performance des actifs de risque intermédiaire

Les actifs de risque intermédiaire du FRR regroupent les actions couvertes par des options, la dette des pays émergents et les obligations d'entreprises à haut rendement en euros et en dollars. Ces actifs ont également progressé en 2024, entre +4,1 % pour la dette des pays émergents et environ 8 % pour les obligations d'entreprises à haut rendement, grâce notamment à la baisse des primes de risque. Les actions couvertes par des options ont affiché des performances élevées de 15 % aux États-Unis et environ 5 % en zone euro.

Performance des actifs de risque intermédiaire sur 2024

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



Performance des actions non couvertes par des options

Dans un contexte de résilience de la croissance mondiale, notamment américaine, d'une poursuite de la désinflation et le début d'un cycle de baisse des taux directeurs des principales banques centrales occidentales, les marchés actions affichent des performances positives en 2024.

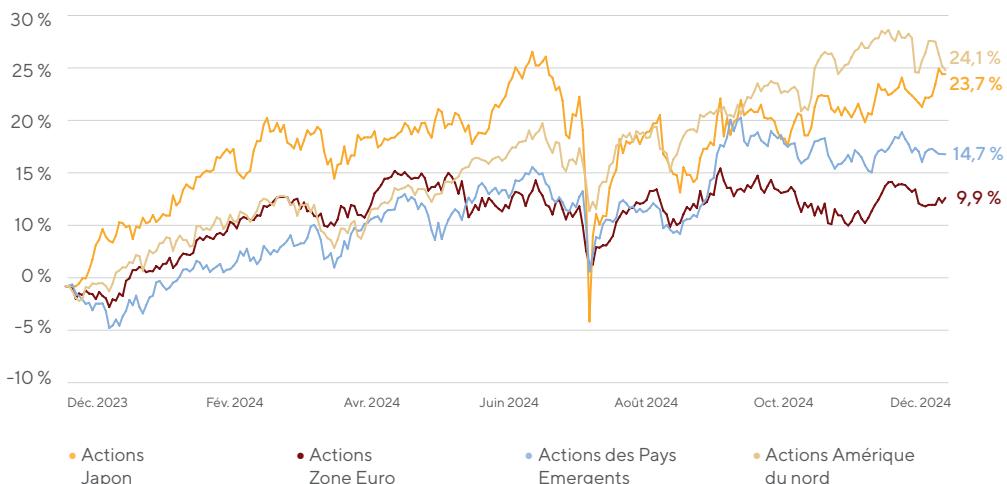
L'indice des actions monde affiche une performance en dollars de 18,7 % en 2024. La hausse a été assez régulière tout au long de l'année à l'exception d'une baisse d'environ 8 % de mi-juillet à la première semaine d'août en raison de craintes de récession aux États-Unis et d'un marché actions japonais sous pression à cause de la hausse rapide du Yen à cette période. La bourse japonaise a alors chuté de -24 %, sous l'effet du déboulement massif des stratégies de « carry trade », très populaires sur la devise nippone en raison notamment de taux plus bas que dans les autres zones, et d'une faible liquidité à cette période. Mais cet excès a vite été corrigé par les investisseurs, puisque la bourse japonaise a regagné près de 23 % au cours des 3 semaines suivantes.

On observe une nette surperformance des actions américaines, avec une progression de 24,1 % (en dollars) tirée notamment par les secteurs de la technologie et les financières, suivies par les actions japonaises avec une performance de 23,7 % sur l'année. Les actions de la zone euro enregistrent une performance moins élevée, avec une hausse de 9,9 %. Les actions des pays émergents ont obtenu en 2024 une performance en euros de +14,7 %.

Au sein des actions de la zone euro, la sous-performance provient principalement des actions françaises dont la performance n'a été que de 1 % en 2024, pénalisée par certains secteurs comme le luxe et la technologie, ainsi que les banques françaises qui ont fortement sous-performé leurs homologues européennes. Par exemple, les banques françaises ont progressé d'environ 5 % en 2024 contre une performance de près de 50 % pour les banques allemandes et même de 60 % pour les banques italiennes. Les autres grands marchés actions de la zone euro (Allemagne, Italie et Espagne) ont enregistré des performances de 17 % à 18 % en 2024.

Performance des marchés actions sur 2024

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



Évolution de l'actif

En 2024, la performance globale des actifs de couverture du portefeuille s'est montée à 2,8 %, tandis que celle des actifs de performance (regroupant les actions et les actifs de risque intermédiaire) a été de 9,5 %. Grâce à ces performances, l'actif du FRR a progressé de +6,5 % et s'établit fin 2024 à 20,4 Md€. Il baisse de 0,8 Md€ en 2024 mais, corrigé du versement à la CADES de 2,1 Md€ en juin, il progresse de +1,3 Md€.

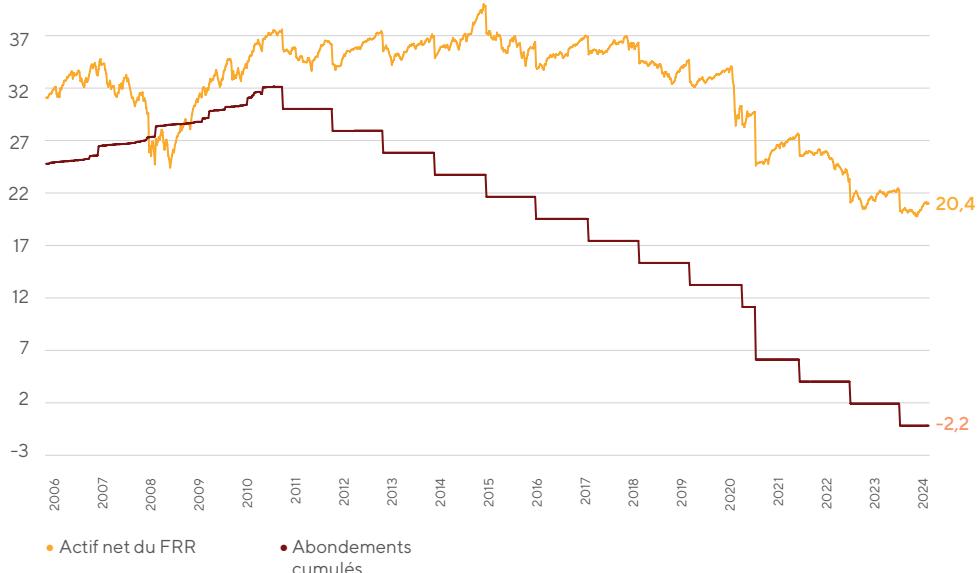
Depuis fin 2010, les actifs de performance (actions non couvertes) et les actifs de risque intermédiaire affichent une progression globale de 133,1 %, tandis que les actifs de couverture progressent de 25,3 %.

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 restitution immédiate de la soulté CNIEG (environ 5 Md€) et par l'ajout de 9 versements annuels de 1,45 Md€ au passif du FRR, de 2025 à 2033.

Le FRR a désormais remboursé toutes les sommes qui lui avaient été allouées (environ 32 Md€) et versé 2,2 Md€ au-delà de ce montant. Au total, le FRR a donc générée 22,6 Md€ de valeur brute au-delà des dotations qu'il a reçues depuis l'origine.

Évolution de l'actif net du FRR

Au 31/12/2024



Création de valeur

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). La performance annualisée du portefeuille, depuis le 1^{er} janvier 2011, s'établit à +4,0 % nette de tous frais, niveau très supérieur au coût de la dette publique portée par la CADES de 1,45 % sur la période.

Cette performance a permis de créer une valeur cumulée nette pour les finances publiques de 14,1 Md€ (soit une hausse de 1,1 Md€ par rapport à fin 2023) depuis fin 2010. Le FRR est donc un acteur essentiel pour les finances publiques et pourra continuer à jouer ce rôle, à long terme, notamment si les sommes qui lui sont allouées restent conséquentes.

Création de valeur du FRR

par rapport à un investissement au coût de la dette Française (en milliards d'euros)



UN PROCESSUS DE GESTION RIGOUREUX

Allocation d'actifs

Process de l'allocation d'actifs

Un processus d'investissement fin et robuste

Les études sur l'allocation d'actifs sont réalisées par le Département Allocation d'Actifs qui présente des études au Directoire et lui permet d'élaborer des recommandations au Conseil de Surveillance.

L'allocation stratégique de long terme est révisée tous les ans après consultation des différentes parties présentes au Conseil de Surveillance et validation de celui-ci. Les études se basent en premier lieu sur deux scénarios macroéconomiques 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 bénéfices des actions, en France et aux États-Unis. Des marges d'incertitude sont laissées autour de chaque scénario. Enfin, depuis 2022, des scénarios climatiques, s'appuyant sur le cadre conçu par le Réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier (NGFS), ont été associés à chacun des scénarios macro-économiques.

Le scénario de référence retient l'hypothèse d'une transition ordonnée « Below 2°C », dans lequel les politiques climatiques sont introduites relativement tôt pour devenir progressivement plus contraignantes et atteindre ainsi la neutralité carbone après 2070. Le scénario dégradé est associé à une transition désordonnée « Delayed Transition », caractérisée par des émissions qui continuent de croître jusqu'en 2030 et obligent par la suite à introduire des politiques plus

contraignantes pour atteindre une cible de hausse de température de 2°C en 2100, comme dans le scénario « Below 2°C ».

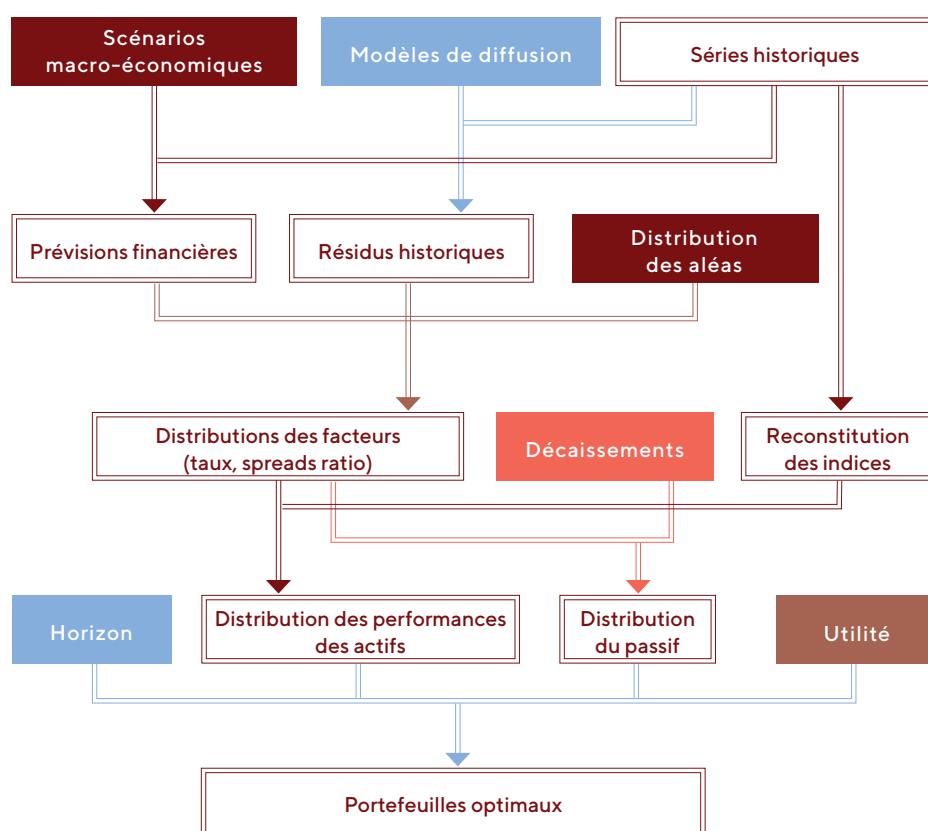
Fin 2023, le NGFS a publié la phase IV de ses travaux et apporté des améliorations dans la modélisation des risques physiques chroniques et sévères qui ont conduit à rehausser l'impact des pertes et dommages climatiques dans tous les scénarios représentatifs. Dans le scénario tendanciel à politiques 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 ainsi passée de 8 % dans la précédente version à 14 % dans la phase IV. La prise en compte du risque physique sévère comme une source de risque importante à la fois à court terme et à long terme s'est traduite par des trajectoires de croissance ajustées à la baisse dans les scénarios économiques par rapport à la précédente allocation stratégique.

Les projections économiques des deux scénarios sont ensuite traduites en variables de marché : taux courts et longs en France et aux États-Unis, primes de risque des différents actifs obligataires, valorisations des actions. L'incertitude sur les paramètres des modélisations sous-jacentes aux prévisions, est traduite quantitativement à l'aide du cadre bayésien : au-delà de la prise en compte de l'incertitude sur les prévisions, l'inférence bayésienne est un moyen transparent d'allier des éléments de jugement qualitatif à l'historique observé.

Le second type d'incertitude est l'incertitude stochastique inhérente aux marchés financiers qui présentent une part d'aléas : ceux-ci sont injectés dans les modèles utilisés pour déterminer les distributions des différents facteurs modélisés. Ces modèles sont notamment ceux de Diebold-Li sur les taux d'intérêt (basé sur les facteurs de Nelson Siegel), de Black-Karasinski sur les primes de risque et de Campbell-Shiller sur les rendements des actions. Les distributions des facteurs serviront enfin à obtenir des distributions sur les performances des classes d'actifs.

Ce processus permet de reconstruire des rendements des classes d'actifs possédant

les caractéristiques observées par le passé tout en traduisant les opinions sur leur comportement dans la période à venir. Les techniques quantitatives employées sont éprouvées académiquement, robustes, transparentes et permettent aux instances dirigeantes d'avoir une grande confiance dans les résultats présentés. Ainsi, ces rendements conjugués à la situation patrimoniale du FRR (actif et passif, horizon de gestion) et à son utilité (ses objectifs de gestion et son aversion au risque), serviront de socle à l'élaboration des portefeuilles optimaux présentés au Directoire et aux recommandations faites au Conseil de Surveillance.



Ces portefeuilles optimaux sont décomposés entre les différentes classes d'actifs du FRR, regroupées en trois groupes¹:

- les actifs de couverture, très corrélés au passif, présentant une espérance de performance et un risque faible (obligations d'État dont 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 risque élevé;
- 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 performance et un risque intermédiaires entre ceux des actifs de couverture et des actions non couvertes.

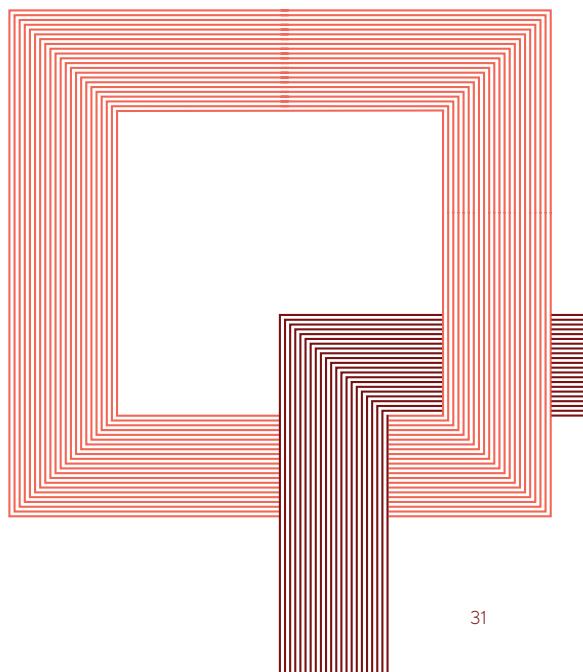
Les allocations stratégiques optimales permettent au FRR d'atteindre ses objectifs:

- assurer les paiements à la CADES : 1,45 Md€ de 2025 à 2033. L'horizon d'investissement ayant été repoussé au-delà de 2033, les travaux de l'allocation stratégique permettraient de sécuriser d'éventuels paiements récurrents du FRR vers la sphère sociale de l'ordre de 500 M€/an à compter de 2034. Le respect de cet objectif se traduit par une probabilité extrêmement basse, dans les simulations, 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 (l'ensemble de ces deux catégories représente environ 80 % du portefeuille du FRR) répond à cette ambition.

La construction de l'allocation stratégique est le fruit de plus de 15 ans de recherches et d'évolutions sur l'ensemble des étapes, de la formulation des prévisions macroéconomiques aux méthodes d'optimisation de portefeuille. Ce travail a contribué à l'intégration progressive de nouvelles classes d'actifs permettant d'améliorer sans cesse le portefeuille et à la large validation chaque année par le Conseil de Surveillance des allocations recommandées.

Le FRR superpose à son allocation stratégique des vues tactiques, décidées par le Directoire sur la base des prévisions macro-économiques et de marché. Ces positions tactiques permettent de mieux se positionner 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.



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

Évolution de la Marge de Couverture du Passif

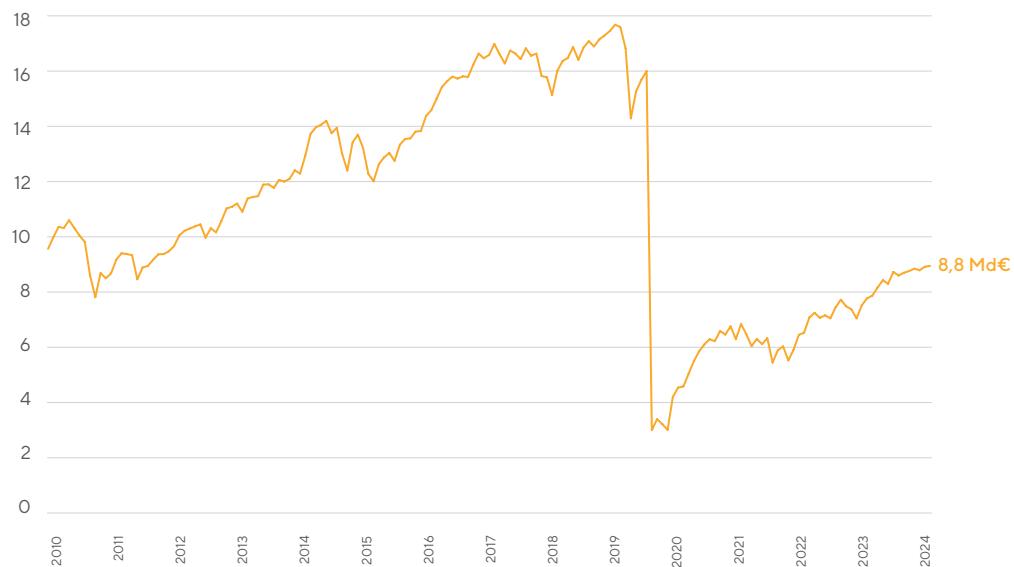
Dans le process d'optimisation de l'allocation stratégique, outre l'horizon de long terme, la capacité du FRR à investir une large part de son portefeuille en actifs de performance, plus volatiles à court/moyen terme, est rendue possible par la Marge de Couverture du Passif (MCP) du FRR. Celle-ci permet en effet d'absorber d'éventuelles fluctuations d'ampleur

à court/moyen terme sans hypothéquer le paiement des engagements du FRR à long terme, et ainsi de conserver une part significative d'actifs plus rémunérateurs à long terme.

En 2024, la marge de couverture du passif (actif moins passif) a augmenté de +1,1 Md€, pour atteindre à la fin de l'année 8,8 Md€.

Évolution de la marge de couverture du passif

Depuis le 31/12/2010



Évolution du portefeuille en 2024

Les décisions structurantes de gestion du FRR en 2024, notamment les changements d'allocations stratégiques et tactiques, ont conduit à l'évolution suivante du portefeuille entre fin 2023 et fin 2024. Ce portefeuille montre les expositions du FRR aux classes d'actifs, y compris les positions en produits dérivés.

Évolution du portefeuille du FRR de 2023 à 2024

	FIN 2023	FIN 2024	ÉVOLUTION
Actions européennes	10,6 %	14,0 %	3,4 %
Actions pays développés non européennes	8,3 %	14,4 %	6,1 %
Actions pays émergents	5,2 %	5,1 %	-0,1 %
Actifs non cotés, part en actions non couvertes	7,5 %	7,9 %	0,5 %
Actions non couvertes	31,6 %	41,4 %	9,8 %
Actions pays développés couvertes en options	9,4 %	5,5 %	-3,9 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	10,6 %	13,4 %	2,8 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	8,1 %	9,5 %	1,4 %
Obligations des pays émergents	7,5 %	7,6 %	0,1 %
Actifs non cotés, part en actifs de risque intermédiaire	3,1 %	2,8 %	-0,3 %
Actifs de risque intermédiaire	38,7 %	38,8 %	0,1 %
Obligations d'entreprises de qualité en euros	10,8 %	5,4 %	-5,4 %
Obligations d'entreprises de qualité en dollars	6,8 %	4,5 %	-2,3 %
Adossement au passif	8,4 %	7,4 %	-1,0 %
Liquidités	0,5 %	-0,6 %	-1,1 %
Actifs non cotés, part en actifs de couverture	3,3 %	3,1 %	-0,2 %
Actifs de couverture	29,8 %	19,8 %	-10,0 %

L'allongement de l'horizon au-delà de 2033 a eu des conséquences profondes sur l'allocation du FRR. En effet, les modèles de simulation des performances intègrent l'hypothèse d'un retour aux équilibres sur les taux, les spreads et les ratios de valorisation des actions. Cette hypothèse permet de lier le risque des classes d'actifs correspondantes à l'horizon d'investissement. L'allongement de l'horizon a permis de diminuer le risque des actions et donc d'augmenter leur proportion. Fin juin, l'allocation optimale à long terme comprend ainsi 41,5 % d'actions non couvertes, soit une augmentation de 9 points par rapport à l'allocation stratégique de juin 2023, en contrepartie d'une baisse du poids des actifs de couverture.

Par ailleurs, le mouvement de gestion flexible le plus important a été la réduction progressive de la surcouverture des actions par rapport à l'allocation stratégique afin de s'en rapprocher. Cette surcouverture traduisait une gestion prudente de l'allocation, en raison du risque perçu sur les

croissances des économies mondiales. Au total, le notionnel couvert a baissé de 840 M€ en 2024 avec des réductions progressives de notionnels en janvier, début juin, au moment du passage à la nouvelle allocation stratégique et enfin en septembre. Ces mouvements ont été bénéfiques en raison de la progression des marchés actions en 2024, notamment aux États-Unis en 2024. Ils ont contribué à rehausser le poids des actions non couvertes fin 2024, en contrepartie d'une baisse du poids des actions couvertes, placées au sein des actifs de risque intermédiaire.

Enfin, l'allongement de l'horizon au-delà de 2033 a également permis au FRR d'enclencher une nouvelle stratégie sur les actifs non cotés à partir de 2025. Elle pourrait permettre d'engager jusqu'à 500 M€ par an, ventilés sur le capital investissement, la dette privée, les infrastructures et l'immobilier, et ainsi maintenir des montants investis en actifs non cotés de près de 3 Md€ en cible.

Mise en œuvre de l'allocation

Une mise en œuvre de l'allocation diversifiée

Le FRR met ensuite en œuvre les décisions d'allocation en allouant les montants adéquats aux différents gestionnaires sélectionnés. Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion, attribués par 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 Déleguée et de l'Investissement Responsable dont les missions sont de sélectionner les gérants 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.

La plupart des véhicules de mise en œuvre de l'allocation sont des mandats, qui permettent au FRR de spécifier finement ses objectifs et contraintes de gestion, puis d'exercer via les gérants une politique de vote et d'engagement en adéquation avec les meilleures pratiques. Les mandats du FRR sont composés à la fois de mandats de gestion de réplication indicielle (notamment sur les actions de grandes et moyennes capitalisations de la zone euro 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, par exemple sur les actions de petites capitalisations, les actions japonaises ou les obligations d'entreprises.

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. Sur les gestions actives, plusieurs gestionnaires sont sélectionnés par zone géographique, afin de diversifier le risque global du portefeuille. Fin 2024, hors produits dérivés et actifs non cotés, les gestions actives représentent environ 59 % de l'actif net total du FRR et 65 % des investissements en actions.

Plusieurs investissements en actifs non cotés font également partie du portefeuille du FRR, dont des mandats en capital investissement (8 mandats) et en dette privée (4 mandats).

Les actifs non cotés sont inclus dans le portefeuille en substitution d'actifs cotés, puisque l'allocation stratégique est exclusivement composée de ceux-ci. En effet, les actifs non cotés permettent de gagner, à long terme, une prime de rendement par rapport à des actifs cotés de risque de long terme comparable. En tant qu'investisseur de long terme, le FRR peut intégrer une part d'actifs illiquides et capter cette prime de rendement. Il calibre la part des actifs illiquides de façon à ne pas avoir à en vendre pour payer son passif, même en cas de scénario très défavorable.

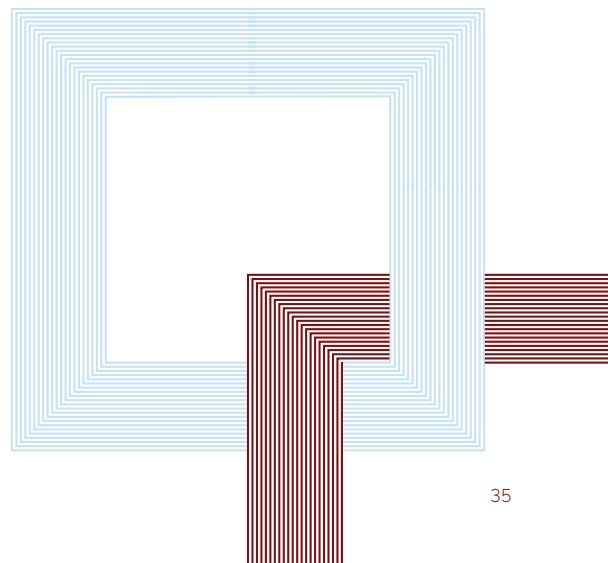
Les investissements en OPC sont choisis en cas de contraintes opérationnelles ou pour gagner en flexibilité. Ils concernent plusieurs classes d'actifs : dette des pays émergents, actions des pays émergents, actifs non cotés (une part du capital inves-

tissement et de la dette privée, immobilier, infrastructures) et gestion monétaire.

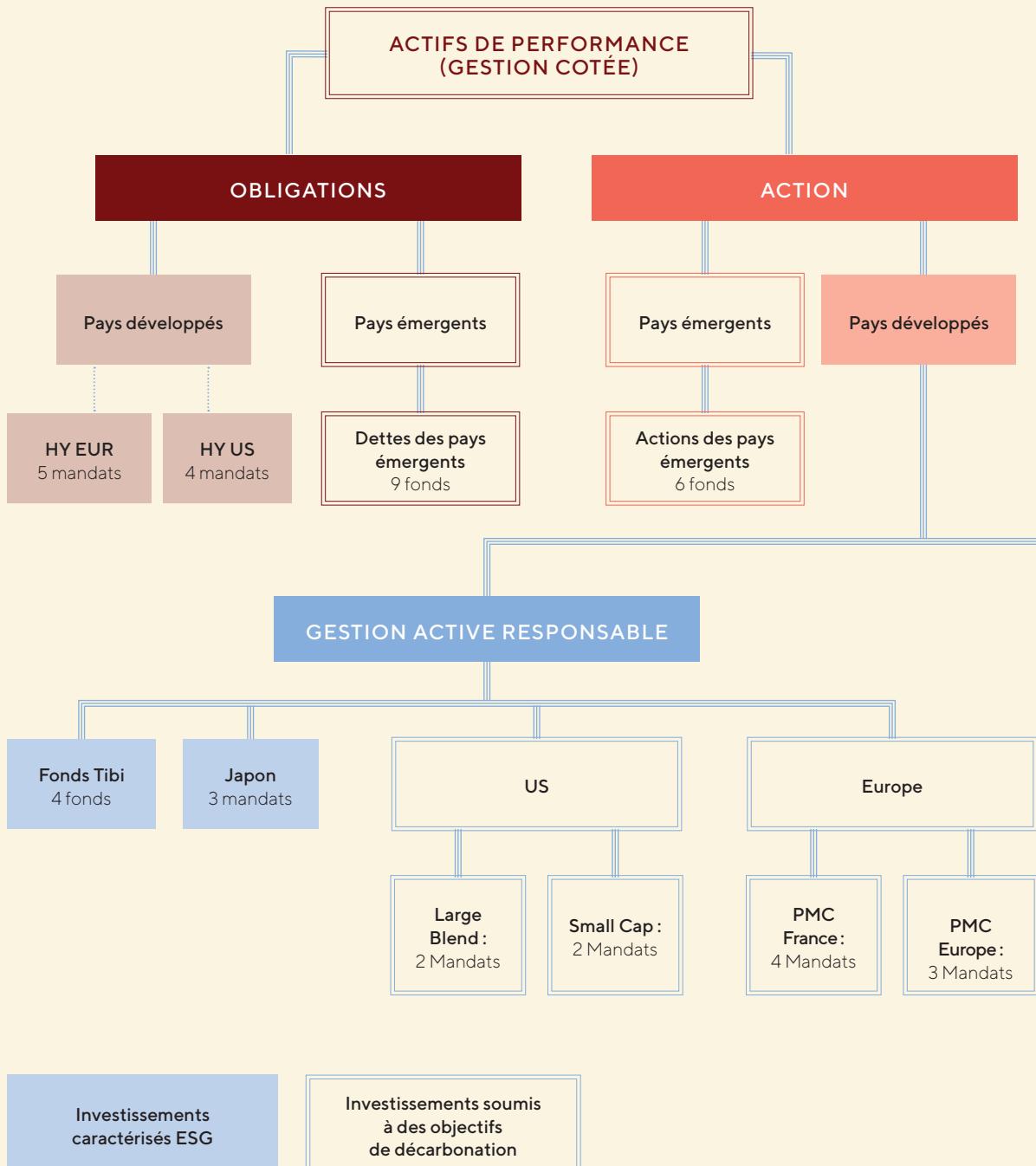
Deux mandats de gestion particuliers transversaux ou « Overlay » permettent d'une part de couvrir le risque de change du FRR, et d'autre part, via des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation à moindre coût et sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres ou de mettre en place des stratégies de couvertures optionnelles sur des marchés réglementés. Enfin, des gestionnaires de transition permettent d'optimiser les coûts des achats et ventes de titres lors de changement de gérants, ou lors d'apports ou de retraits sur des mandats.

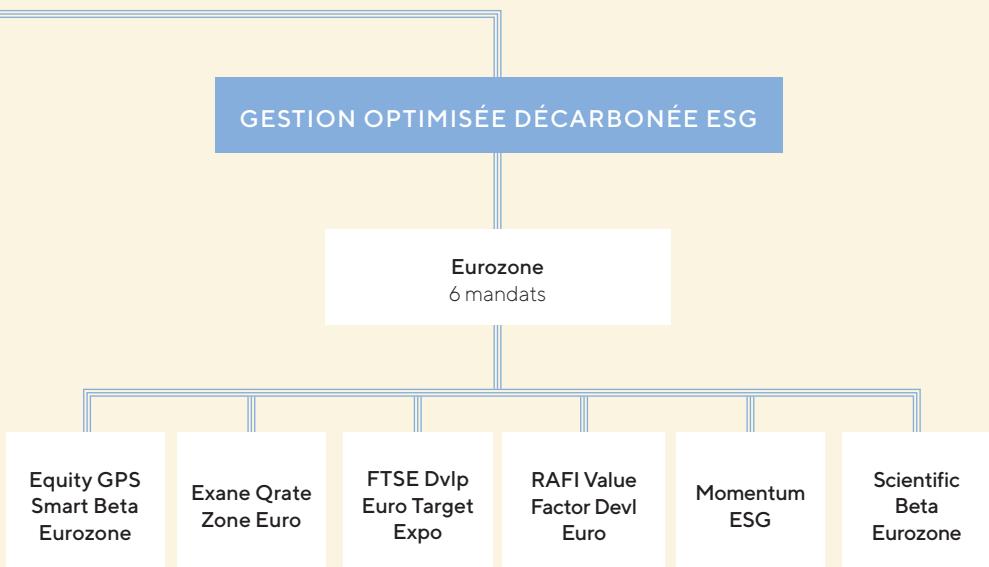
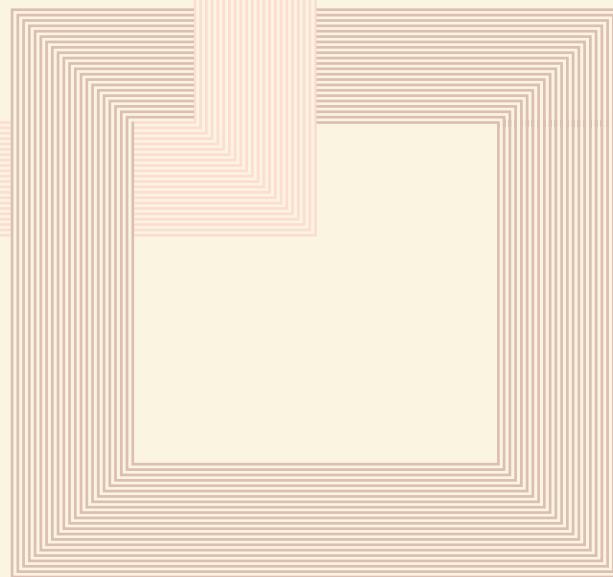
Afin de sélectionner les meilleures offres et éventuellement réaliser des arbitrages, des études sont régulièrement menées sur les moteurs de performance et indicateurs de risques des portefeuilles et des reportings financiers et extra-financiers internes très pointus sont élaborés

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.

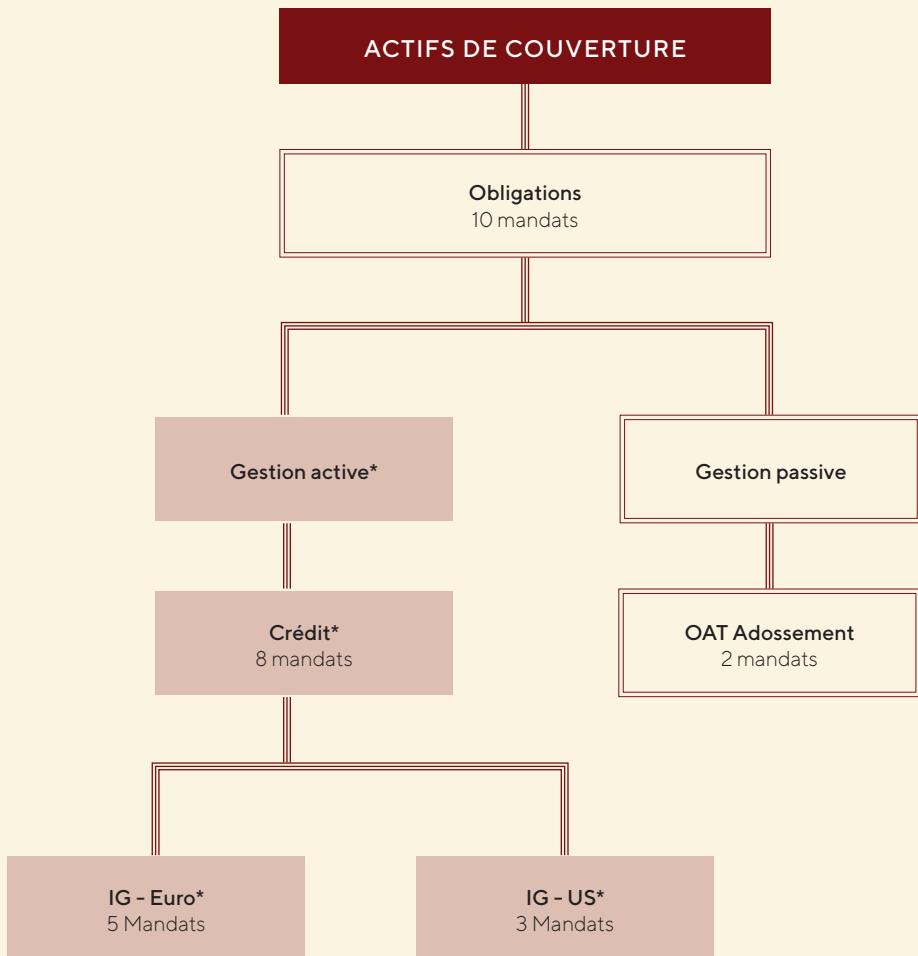


Cartographie des actifs de performance au 31/12/2024 (investissements physiques)

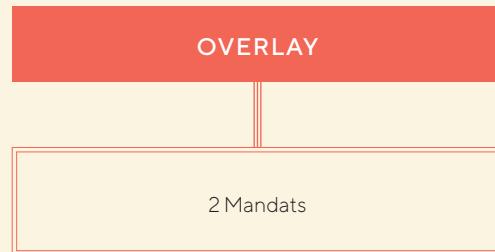




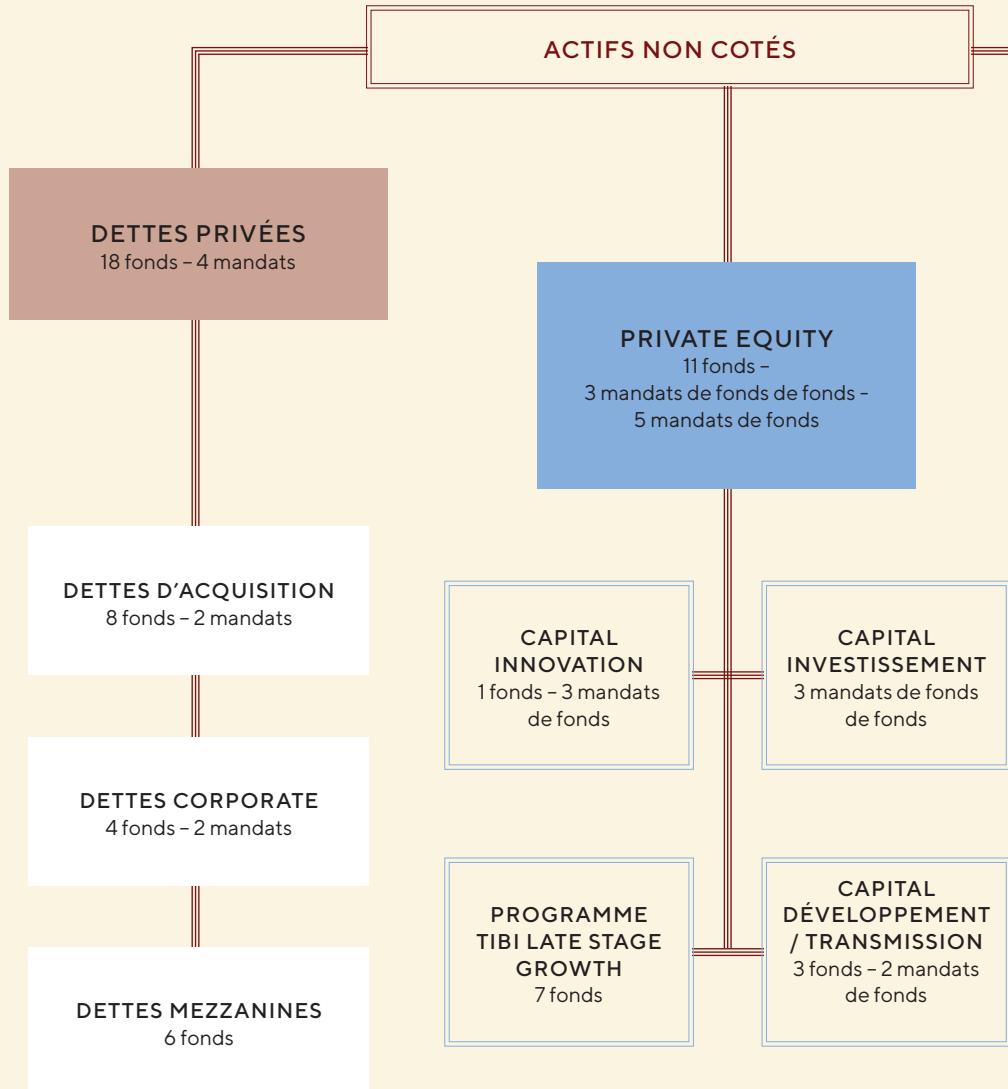
Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie, au 31/12/2024

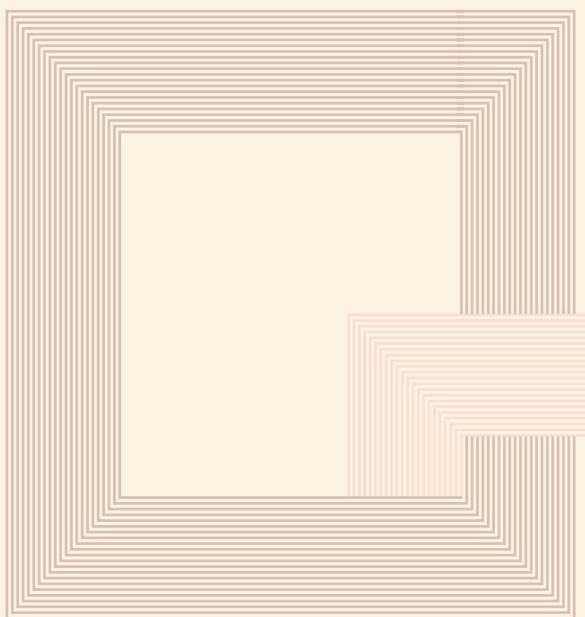
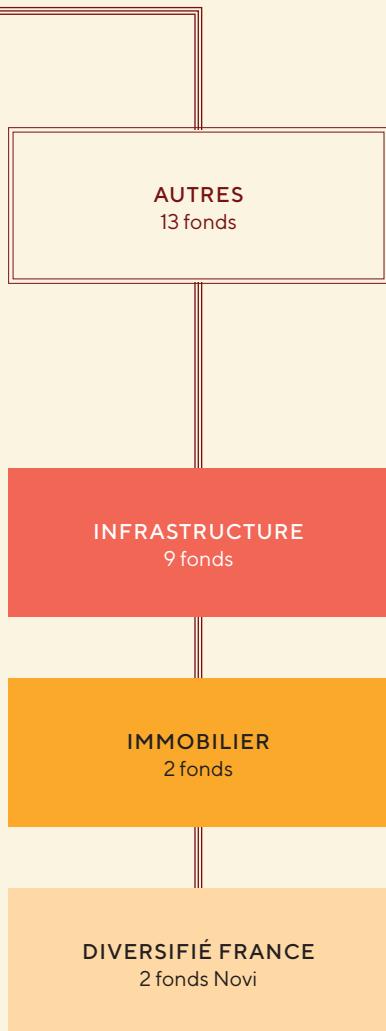


* Ces investissements sont des investissements soumis à des objectifs de décarbonation



Cartographie des actifs non cotés, au 31/12/2024 (hors private Equity 2007)





Une sélection rigoureuse des sociétés de gestion selon des critères financiers et extra-financiers

Aspect financier

La sélection des gestionnaires des mandats est réalisée via un processus d'appels d'offres permettant une analyse en profondeur des forces et faiblesses des gestionnaires et ainsi renforcer les probabilités de surperformance future, éviter les incidents opérationnels et minimiser les frais de gestion. Ainsi, lors d'appels d'offres, l'évaluation financière passe par l'analyse des équipes de gestion et de leur structuration, des outils de gestion et de trading, des processus de gestion, de la recherche, des performances passées sous de nombreux aspects et de leur répli-cabilité dans le futur. Les analyses sont ensuite soumises à l'avis du Comité de Sélection des Gérants (CSG), composé d'experts indépendants externes au FRR et présidé par un membre du Directoire. La sélection finale est in fine validée par le Directoire à l'appui de l'avis du CSG.

La procédure de sélection comprend les phases suivantes visant à identifier les meilleures offres :

• Définition du cadre de l'investissement

Cette phase aboutit à une note de lancement qui précise les caractéristiques de l'appel d'offres, en cohérence avec le cadre d'investissement défini par l'allocation stratégique.

• Sélection des candidatures

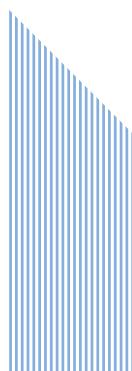
Sur la base d'éléments principalement quantitatifs, un classement des candidatures permet d'inviter un nombre restreint de candidats à participer à la phase des offres.

• Sélection des offres

En s'appuyant sur des critères majoritairement qualitatifs, les offres reçues sont analysées et classées. Le FRR peut en tant que de besoin demander des clarifications ou des précisions sur les offres reçues.

À l'issue de chaque appel d'offres, le FRR échange avec **les sociétés dont l'offre n'est pas retenue** pour leur faire part des points forts de la candidature et de ses 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**.

La sélection des OPC et des benchmarks suit un processus de mise en concurrence poussé ressemblant (en condensé) au processus d'appels d'offres, permettant de cibler les meilleurs fournisseurs sur chaque classe d'actifs. La sélection d'OPC fait également l'objet d'une validation par le CSG.



Prise en compte des enjeux ESG dans les processus de sélection

Dans le cadre de la sélection des gérants via appels d'offres, les critères ESG occupent une place très importante qui se déclinent sur plusieurs axes :

Par l'intégration de l'ESG à chaque étape de la sélection :

Les trois phases d'analyse intègrent des critères ESG de plus en plus déterminants :

- **phase de candidature** : évaluation de critères quantitatifs mesurant la couverture des aspects ESG par les sociétés de gestion et leurs implications sur ces sujets;
- **phase d'offres** : approfondissement des moyens déployés et du processus d'intégration des critères ESG dans la gestion financière, incluant notamment la décarbonation des portefeuilles et les actions d'engagement menées avec les entreprises, avec si nécessaire une vérification et des précisions acquises lors de visites sur sites.

Par la mise en œuvre d'une gestion active responsable :

Pour l'ensemble des mandats de gestion active, le FRR impose une approche de « gestion active responsable ». Cette démarche requiert des gestionnaires d'intégrer les enjeux ESG dans leur processus d'analyse et de gestion, tout en appliquant la politique d'exclusions du FRR (armes prohibées, tabac et charbon), ainsi que sa politique de vote et d'engagement. La trajectoire de décarbonation constitue un objectif important de cette approche, mais aussi la justice sociale et le respect de la biodiversité.

Les gestionnaires doivent ainsi démontrer, à travers l'organisation de leur analyse, l'intégration des équipes de gestion et la mise en place de processus adaptés :

- **intégration des critères extra-financiers** dans l'évaluation des investissements (notamment via des notes ESG et la gestion des controverses);
- **prise en compte des émissions de CO₂eq**, alignement du portefeuille sur la trajectoire de 1,5°C, proportion des énergies vertes et de transition (gaz et nucléaire), évaluation des risques physiques, de transition et de biodiversité;
- **dialogue constructif** auprès des entreprises en portefeuille.

Les gestionnaires produisent également un reporting quantitatif et qualitatif détaillant les actions mises en œuvre et les progrès réalisés en matière ESG. Plus largement, ils favorisent les entreprises dont la stratégie est conforme à l'Accord de Paris et doivent fournir, deux fois par an (les 30 juin et 31 décembre), au FRR, le niveau des émissions de GES du portefeuille (et de l'indice) pour suivre la trajectoire de décarbonation.

Dans le cadre de la sélection des fonds, l'importance accordée à la prise en compte des enjeux ESG est tout aussi forte et les questionnaires intègrent aussi les mêmes aspects qui figurent dans les appels d'offres. En outre, le FRR se concentre sur la sélection de fonds labellisés article 8 ou 9 du règlement SFDR ou répondant aux mêmes exigences. Il s'agit de promouvoir des caractéristiques ESG et/ou des objectifs de durabilité pour accompagner les entreprises vers de meilleures pratiques quelle que soit la zone géographique. Les pratiques d'engagement sont analysées et encouragées au même titre que pour les mandats.

SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2024

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 EUROPE
- 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

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
- RUSSELL INVESTMENTS FRANCE

2017FRR02

MANDATS DE GESTION - ADOSSEMENT OAT

- AXA INVESTMENT MANAGERS
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT

2017FRR03

MANDATS DE FONDS DEDIES - CAPITAL DEVELOPPEMENT FRANCE

- LBO FRANCE
- ISATIS CAPITAL

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

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

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

2021FRR03

GESTION DES
OPÉRATIONS DE
TRANSITION

- RUSSEL INVESTMENTS
FRANCE
- BLACKROCK
NETHERLANDS B.V.

2022FRR01

MANDATS DE GESTION
ACTIVE RESPONSABLE :
OBLIGATIONS
D'ENTREPRISES À 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

2022FRR03

MANDATS DE GESTION
ACTIVE RESPONSABLE :
D'ACTIONS DE PETITES
ET MOYENNES
CAPITALISATIONS
EUROPEENNES

- ABERDEEN
INVESTMENTS IRELAND
LIMITED / Abrdn
Investments Limited
- DNCA FINANCE
- FIL GESTION / FIL
Investments International

2023FRR03

MANDATS DE GESTION
ACTIVE RESPONSABLE :
D'ACTIONS DE PETITES
ET MOYENNES
CAPITALISATIONS
FRANÇAISES

- AMIRAL GESTION
- HSBC GLOBAL ASSET
MANAGEMENT (France)
- INDEPENDANCE AM
- SYCOMORE ASSET
MANAGEMENT

2023FRR04

MANDATS DE GESTION
ACTIVE RESPONSABLE :
ACTIONS AMÉRICAINES

- LOT 1: « ACTIONS
DES ÉTATS-UNIS,
GESTION ACTIVE
RESPONSABLE DE
GRANDES ET MOYENNES
CAPITALISATIONS
(« BLEND ») »
- JPMORGAN ASSET
MANAGEMENT
(EUROPE) SARL /
JPMorgan Investment
Management Inc.
- BFT INVESTMENT
MANAGERS / Parnassus
Investments, LLC

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

- FUNDLOGIC SAS /
Calvert Research and
Management
- WILLIAM BLAIR BV /
William Blair Investment
Management, LLC Autres
prestataires

AUTRES PRESTATAIRES

2020FRR02

COMMISSAIRES AUX
COMPTE

- 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

RÉALISATION 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

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.

Activité des appels d'offres de gestion financière en 2024

En 2024, plusieurs appels d'offres majeurs ont été lancés et finalisés pour la gestion des fonds du FRR.

Finalisations

JANVIER 2024 : Le FRR a conclu un appel d'offres en gestion active responsable d'**actions de petites capitalisations européennes** pour un montant total de 450 M€. L'appel d'offres portait sur la sélection de gestionnaires capables d'optimiser une gestion active responsable de mandats composés d'actions de petites et moyennes capitalisations européennes comprises entre 200 millions d'euros et 7 milliards d'euros au moment de l'achat.

À l'issue de cette procédure, le Directoire du FRR a retenu l'offre présentée par les sociétés candidates suivantes :

- ABRDN IRELAND LIMITED (ABRDN INVESTMENTS LIMITED)
- DNCA FINANCE
- FIL GESTION (FIL INVESTMENTS INTERNATIONAL)

MARS 2024 : Le FRR a finalisé un appel d'offres en gestion active responsable d'**actions de petites capitalisations françaises** pour un montant total de 300 M€ et référencé sur l'indice « MSCI France Small Caps TR ».

À l'issue de cette procédure, le Directoire du FRR a confirmé quatre processus de gestion cohérents intégrant une approche ESG ainsi qu'une expérience importante de gestion d'actions de petites et moyennes capitalisations françaises en retenant l'offre présentée par les sociétés candidates suivantes :

- AMIRAL GESTION
- HSBC Global Asset Management
- INDEPENDANCE AM
- SYCOMORE ASSET MANAGEMENT

Trois d'entre elles géraient déjà un mandat de petites et moyennes capitalisations françaises dans le précédent marché et ont été resélectionnées. Une nouvelle société de gestion, Indépendance AM, est venue les rejoindre.

JUILLET 2024 : La sélection de mandats de gestion active responsable d'**actions de grandes et moyennes capitalisations américaines de style « blend »** (800 M€) et d'**actions de petites capitalisations américaines** (200 M€) a été finalisée. Ces différentes approches permettent une diversification optimale, offrent un potentiel d'alpha et garantissent une capacité de réaction adaptée aux diverses configurations de marché.

Lot 1 : « Actions des États-Unis, gestion active responsable de grandes et moyennes capitalisations (« Blend ») » :

- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) / JPMORGAN INVESTMENT MANAGEMENT INC.
- BFT INVESTMENT MANAGERS / PARNASSUS INVESTMENTS LLC

Lot 2 : « Actions des États-Unis, gestion active responsable de petites capitalisations » :

- FUNDLOGIC / CALVERT RESEARCH AND MANAGEMENT
- WILLIAM BLAIR B.V. / WILLIAM BLAIR INVESTMENT MANAGEMENT LLC

Parmi les sociétés de gestion sélectionnées sur le lot 2, William Blair B.V., gérait déjà deux mandats de gestion d'actions américaines, l'un portant sur la gestion « growth » et l'autre sur la gestion de petites capitalisations dans le précédent marché et a été resélectionnée.

Lancement de 3 appels d'offres en 2024

FÉVRIER 2024 : Un appel d'offres a été lancé pour la gestion active responsable d'actions japonaises toutes capitalisations, de style « blend », mettant en œuvre une exposition aux actions japonaises toutes capitalisations visant à surperformer l'indice de référence « Russell Nomura Total Market customisé de la fiscalité, des armes controversées et du tabac ».

Cet appel d'offres cible, à l'instar de tous les appels d'offres du FRR, la prise en compte les enjeux ESG par les candidats dans leurs processus d'analyse et de gestion, tout en intégrant la politique d'exclusions (armes prohibées, tabac, et charbon) et d'engagement du FRR particulièrement sur les thématiques sociales et de biodiversité sur lesquelles le FRR a mis l'accent dans sa nouvelle stratégie d'investissement responsable.

De plus, dans le cadre de la politique environnement et climat du FRR, le marché devra contribuer aux engagements pris par une baisse des émissions de GES sur les mandats de l'ordre de 60 % avant le 30 juin 2029 par rapport au niveau des émissions de GES d'un indice pondéré par les capitalisations constatées à la date de démarrage de la gestion.

Avec ce dernier appel d'offres, le FRR aura ainsi opposé à tous ses mandats un objectif ambitieux de décarbonation afin de respecter ses engagements en tant que signataire de la NZAOA.

Ce marché, d'un montant indicatif moyen de 400 M€ sur la durée, a donné lieu à une sélection finale en janvier 2025.

AVRIL 2024 : Le FRR a lancé un appel d'offres pour une gestion d'adossement OAT, portant sur un montant indicatif de 1 400 M€. L'objectif est d'assurer des flux à date fixe via une stratégie de « cash-flow matching » en investissant majoritairement dans des titres financiers émis par l'État français, tels que des Obligations Assimilées du Trésor (OAT) Français et des Bons du Trésor.

Pour ce faire, un indice de référence, reflétant la chronologie des versements attendus du FRR, est fourni aux gestionnaires, qui doivent le répliquer.

SEPTEMBRE 2024 : Le FRR a lancé le 20 septembre 2024 une procédure d'appel d'offres visant à sélectionner des prestataires de **service d'investissement « overlay »**. Grâce à ces mandats, le portefeuille du FRR suit finement les cibles d'exposition aux différents facteurs de risque et peut être modifié de façon dynamique et à faible coût, via l'utilisation de produits dérivés. Ces mandats permettent donc de contrôler et d'ajuster les risques du portefeuille afin que les objectifs financiers du FRR soient atteints.

Pour la première fois, cet appel d'offres est compartimenté en deux lots, ce qui permettra de sélectionner des gestionnaires spécialisés pour chaque mission demandée :

- le premier lot concerne la gestion du risque de change pour un montant sous gestion de 400 M€ et des notionnels totaux de plus de 4 Md€;
- le second est principalement tourné vers la réplication de l'allocation (grâce à des notionnels totaux de plus de 2 Md€ en futures) et la gestion des stratégies optionnelles (notionnels totaux de plus de 1 Md€) pour un montant sous gestion de 700 M€.

Évaluation 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 (cf. partie précédente). 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 22,83 % en décembre 2024 (contre 22,94 % à fin 2023).

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.

Les risques financiers

Les risques de marché

Le risque de marché sur l'actif : le niveau de volatilité du portefeuille a diminué en 2024 par rapport à 2023. L'année 2024 a été marquée par une volatilité basse, ce qui est souligné par les calculs ex-post et ex-ante. La volatilité ex-post se situe à un niveau particulièrement bas par rapport à la moyenne à long terme du FRR, tandis que la volatilité ex-ante est en ligne avec son niveau moyen. La volatilité annuelle ex-post de la valeur de l'actif du FRR s'est établie à 3,0 % en 2024 (contre 7,2 % en 2023), pour un rendement annuel de 6,5 % (contre 9,7 % en 2023). La volati-

lité ex-ante a été en moyenne de 7,3 % en 2024, contre 8,1 % 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 « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, s'élève à 18,8 % de l'actif du FRR (contre 19,8 % fin 2023), soit 4,17 milliards d'euros.

Volatilités annuelles constatées

Dans le portefeuille, les actifs de performance (actions non couvertes et actifs de risque intermédiaire) représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. À fin 2024, 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 3,67 milliards d'euros (contre 18,0 % fin 2023). Au sein des actifs de performance, le FRR analyse mensuellement l'exposition des actions de l'Allocation Stratégique, du Portefeuille tactique et du Portefeuille aux facteurs de Risque Barra. Le portefeuille a présenté en 2024 un léger biais Small Caps ainsi qu'un léger biais Value par rapport à son indice de long terme (Allocation stratégique).

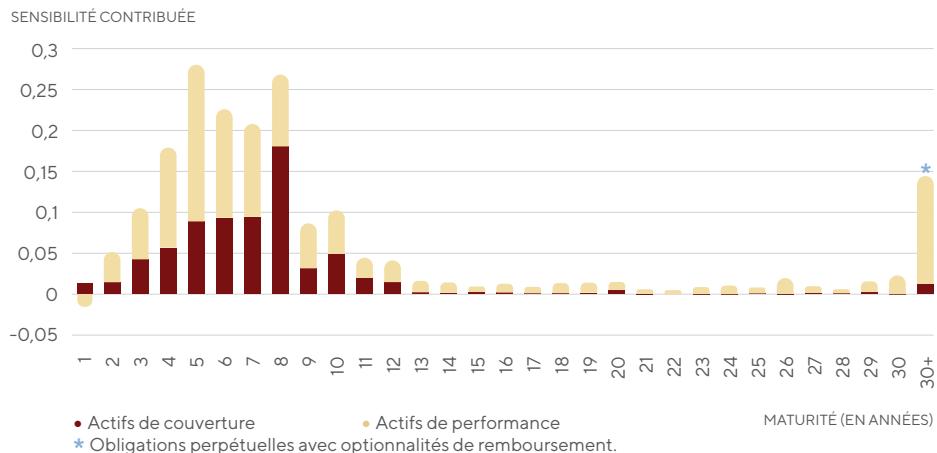
Le risque de gestion actif-passif représente le risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES, qui est le seul bénéficiaire identifié du Fonds. Le FRR doit verser à la CADES 1,45 Md€ par an de 2025 à 2033. Ce risque dépend sensiblement de l'évolution de la Marge de Couverture du Passif, qui a augmenté en 2024, à 8,8 Md€.

Le risque de taux d'intérêt : en fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 0,9 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,18 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 1,7 % à fin 2023). La sensibilité de la valeur du portefeuille du FRR à l'évolution des courbes de taux a légèrement diminué, passant de 2,27 fin 2023² à 1,97 fin 2024. 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 1,97 %, soit environ 0,40 milliard d'euros. 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 4,17 % (sa sensibilité était de 4,49 fin 2023). On note que les titres ayant une maturité supérieure à 30 ans sont l'essentiel des obligations perpétuelles comportant des options de remboursement.



2. Y compris les actifs de taux de la poche de performance.

Contributions de sensibilités du portefeuille par type d'actifs et par maturités



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 libellés en devises émergentes ne sont pas couverts car le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Les actifs de couvertures sont couverts à 100 % tandis que les actifs de performance le sont à 90 %. 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 (comptable³) à fin 2024 représente 11,48 % (contre 12,17 % à fin 2023).

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 (tracking-error 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 2024, les gestionnaires ont tous respecté les limites de tracking-error (TE) définies dans les mandats de gestion. Dans le cadre du renouvellement de ses mandats actions, le FRR a veillé à harmoniser les méthodologies pour le calcul de la TE ex-ante, permettant ainsi au gérant de contrôler efficacement, dans la même lignée que le FRR, son budget de risque. Le FRR a

3 • Les OPC en euros ne sont pas intégrés dans ce ratio quelle que soit la devise du sous-jacent.

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. 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.

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 « sensibilité pondérée par les spreads ».

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 TE, et la SPS autrement appelée « 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'extension⁴ 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 Investment Grade (IG) et le crédit US High Yield (HY), mettant en lumière l'impact de ces travaux d'harmonisation.

Au niveau de l'indice de référence du FRR, à la fin de l'année 2024, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 94 points de base (contre 155 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 mesuré est principalement dû aux choix tactiques prudents faits sur le portefeuille par rapport à l'allocation stratégique.

4 • Risque de remboursement anticipé du titre par son émetteur.

Le risque de liquidité des actifs gérés : ce risque est principalement encadré à partir de limites internes et d'un suivi des poches les moins liquides du FRR (Small caps, Crédit).

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

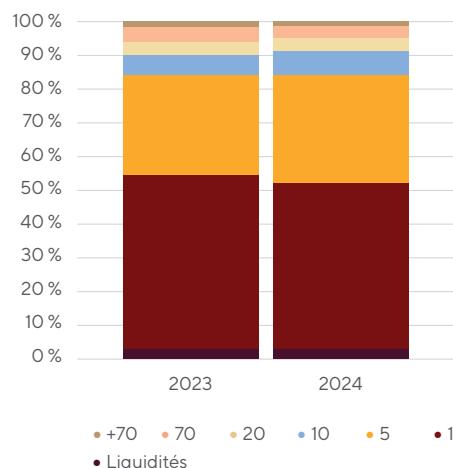
Le FRR gère également une limite d'emprise sur le capital des sociétés : le FRR ne peut détenir plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille d'actifs non cotés : immobilier, capital investissement et infrastructures). En ce qui concerne les OPC, la limite d'emprise se situe à 20 % du passif de l'OPC.

S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin décembre 2024 :

- 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 jours⁵, contre 84 % à fin 2023 (cf. graphique ci-dessous) ;
- 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 définie⁶ 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 34 % à fin 2024 (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1%), contre 37 % à fin 2023. 1% des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 %, contre 3 % à fin 2023 (cf. graphique ci-dessous).

Mesure de la liquidité des mandats investis en actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines

% des encours des petites et moyennes capitalisations pouvant être liquidés sur un nombre de jours donné, au 31/12/2024

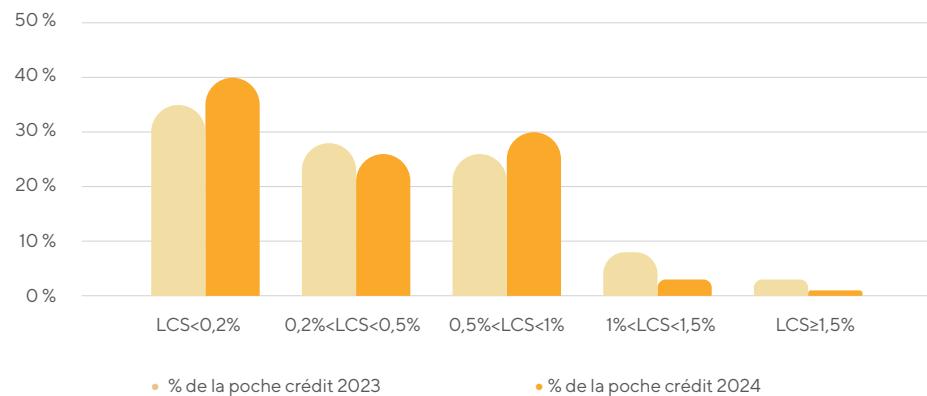


5 • En prenant comme hypothèse que 25 % du volume moyen de transactions quotidien observé lors des 3 derniers mois peut être liquidé en une journée sans impacter le cours des titres analysés

6 • 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 : $LCS = (\text{Prix Vendeur} - \text{Prix Acheteur}) / \text{Prix Acheteur du titre}$.

Estimation de la liquidité du portefeuille Crédit du FRR

Exposition du portefeuille Crédit par niveau de LCS



Les risques de Crédit/Contrepartie

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 2023 et 2024. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

Répartition de la poche taux par notation



Le risque de crédit du portefeuille a légèrement augmenté entre fin 2023 et fin 2024. 3 grandes catégories de classes d'actifs ont été distinguées lors de la mise en place de l'allocation stratégique de 2024 : 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 2023 ce qui a conduit à une augmentation des valeurs avec une notation inférieure à BBB- dans le portefeuille obligataire. Ainsi 54 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une signature investment grade (« catégorie investissement ») contre 60 % à fin 2023.

La notation moyenne⁷ du portefeuille de taux du FRR en 2024 est de BB- (BB- en 2023). Le taux de perte attendu à 1 an correspondant à cette notation moyenne est de 0,75 % (0,62 % en 2023).

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 2024, 7 alertes ont été générées à partir de cet outil (contre 8 alertes en 2023).

De plus, la perte potentielle liée à une diffusion corrélée de la dégradation de la qualité de crédit des émetteurs⁸ est également mesurée sur le portefeuille Crédit du FRR. Au 31/12/2024, la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an du portefeuille Crédit s'élève à 5,7 % (contre 5,7 % en 2023), celle de la poche de risque intermédiaire est de 9,9 %, et de 3,5 % pour la poche de couverture (contre respectivement 11,2 % et 4,3 % en 2023). Les actifs de risque intermédiaire contribuent à hauteur de 87,7 % à la CVaR Crédit (contre 75,3 % en 2023), et les actifs de couverture contribuent pour 12,3 % pour les actifs de couverture (contre 24,7 % en 2023).

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 CLS⁹ Bank, limites par contrepartie. Fin 2024, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 117 millions d'euros (contre 530 millions d'euros fin 2023), provenant des couvertures sur le change.

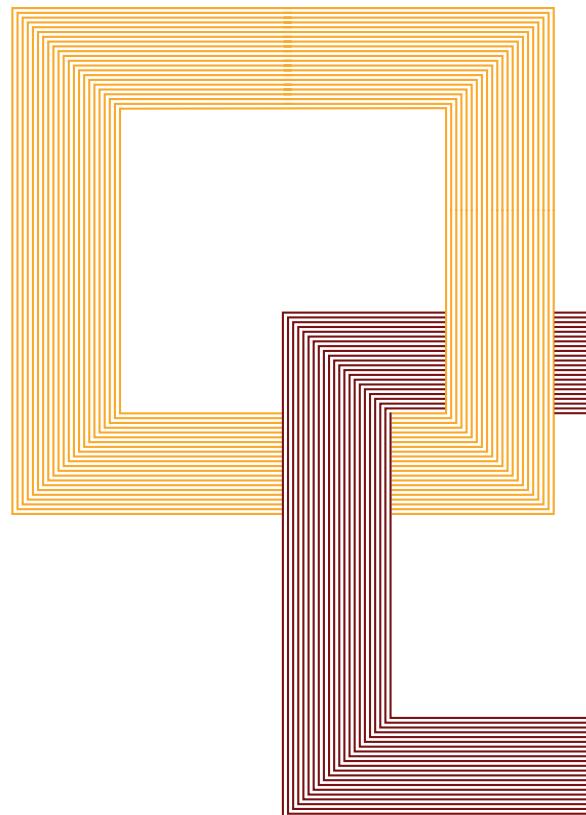
7 . Il s'agit d'une moyenne de l'encours des actifs par notation pondérée par les taux de défauts cumulés à un an constatés entre 1983 et 2024 sur cette même notation.

8 . 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.

9 . « 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 transparaissait 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 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'AMF¹⁰ 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 2024 représente 1,84 % de l'actif du fonds, en dessous de la limite réglementaire de 100 %.



Risques extra-financiers

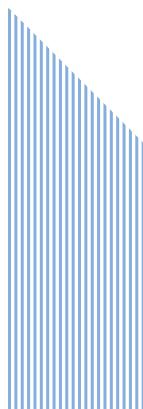
Risque climatique

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 Global Sustainable 1 réalise des estimations des pertes potentielles en fonction de trois scénarios 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 (4,12 % contre 8,48 % pour les actions globales et 7,56 % contre 14,01 % pour les obligations d'entreprises).

- Les risques physiques, qui pourraient avoir un impact significatif 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 3 millions d'actifs ont été reliés à l'univers CorePlus de S&P Global Sustainable 1 (+20 000 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 à des pertes de 2,99 % pour les actions et 3,68 % pour les obligations d'entreprises.



Conformité

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, notamment la politique d'exclusions du FRR;
- vérifie également mensuellement que les investissements réalisés via des OPC et fonds sont conformes aux règles internes, grâce à la transparaisance de ces véhicules;
- 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).

En outre, le FRR confie une fois par an à un prestataire extérieur le contrôle des risques extra-financiers de son portefeuille, notamment au regard des controverses portant sur les sociétés détenues, y compris dans le cadre d'une détention indirecte via des OPC. En cas de risque avéré décelé par ces contrôles, le FRR pourrait être amené à céder sa participation dans le fonds.

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.

Le FRR prohibe notamment :

- toute relation d'affaires et investissement impliquant un pays, une personne physique ou morale faisant l'objet d'une sanction financière internationale (française, européenne, ONU ou internationales);
- les Instruments Financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays figurant sur la liste française des états et territoires non coopératifs (ETNC) et sur la liste UE des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales;
- les Instruments Financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays figurant sur la liste des juridictions à haut risque visées par un appel à action du GAFI;
- sauf dérogation à envisager au cas par cas les Instruments Financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays identifié comme Pays tiers à haut risque (PTHR) par la Commission européenne et/ou dans une juridiction soumise à une surveillance renforcée par le GAFI.

Le critère de rattachement d'un titre financier à un pays qui s'appliquait jusqu'en 2023 était le pays de domiciliation, ce critère a été renforcé en 2024 pour prendre à la fois en compte le pays d'incorporation et le pays de domiciliation.

Concernant la lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement d'activités terroristes et le respect des sanctions internationales, le FRR s'engage résolument à participer aux efforts déployés au niveau international. Le FRR met en œuvre un programme de conformité avec la réglementation anti-blanchiment basé sur la gestion des risques. Les risques de blanchiment de capitaux, de financement d'activités terroristes et de non respect des sanctions internationales font tout à la fois l'objet d'un programme de formations internes obligatoires, de politiques, de 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.

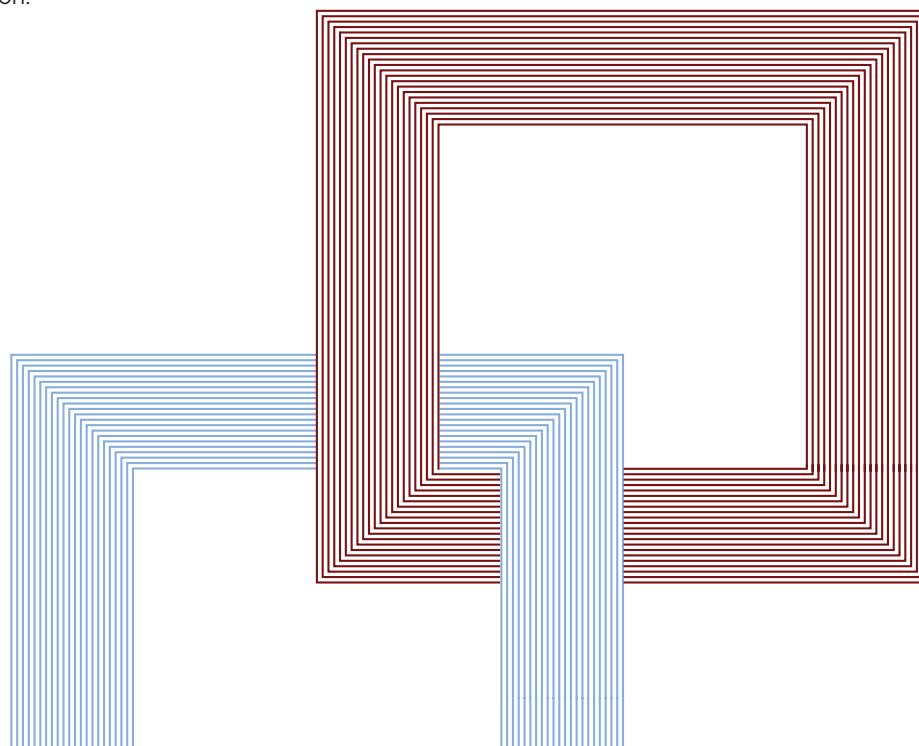
Déontologie

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 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. Plus globalement, le code de déontologie du FRR précise notamment qu'afin de répondre au principe de prévention des conflits d'intérêts, le FRR interdit à tous ses collaborateurs de solliciter ou accepter à titre personnel ou familial tout cadeau, faveur, service, invitation non professionnelle ou autre don. La participation à des séminaires, colloques ou séjours professionnels n'est autorisée qu'avec l'accord préalable et express de la hiérarchie. Dès lors qu'une société est sélectionnée pour le deuxième tour d'un appel d'offres ou est candidate à une procédure d'appel d'offres ouvert, il est interdit aux collaborateurs du FRR d'accepter des réunions ou des déjeuners en tête à tête, à l'exception des comités de gestion.

Compte tenu de son statut et de ses missions, le FRR est soumis à un devoir d'exemplarité en matière de loyauté, de professionnalisme et de respect de la primauté des intérêts de ses ayants droit. La Déontologue du FRR qui est en charge du pilotage du dispositif de déontologie définit les principes de prévention et de traitement en matière de conflits d'intérêts. Elle élabore et met à jour le Référentiel des conflits d'intérêts et identifie et documente avec les Directions les situations de conflits d'intérêts auxquelles elles sont exposées dans le cadre de leurs activités. Elle pilote le dispositif de formation des collaborateurs et valide après analyse des situations organisationnelles et individuelles le dispositif de prévention et de gestion adéquat à mettre en œuvre.

Les risques déontologiques de conflits d'intérêts font également l'objet de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires et des investissements.



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, au risque cyber, à la continuité d'activité ou à la généralisation de circuits de validation et de signature électronique contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif a continué d'être enrichi en 2024 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 cybersécurité) sont régulièrement mises à jour et font

l'objet d'un suivi en Comité des risques. Des diligences spécifiques sur les risques de continuité des délégataires de gestion sont également mises en œuvre dans le cadre des sélections. Tous les collaborateurs du FRR disposent de capacités d'accès à distance et d'équipements qui leur permettent de travailler et communiquer 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 Décembre 2024 et d'exercices de cellule de crise qui se sont tenus en mai et juillet 2024.

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 2024, 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 responsables.



LA
RESPONSABILITÉ
EST AU CŒUR
DE LA GESTION
DU FRR

UNE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE AMBITIEUSE

La stratégie d'Investissement Responsable du FRR

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 d'être exemplaire en prenant en considération dans sa gestion les dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG). Cela devrait permettre au FRR de maîtriser son risque de réputation et les risques financiers, voire même de profiter d'opportunités d'investissement.

Cette préoccupation se matérialise via des stratégies d'investisseur responsable pluriannuelles caractérisées par des ambitions croissantes en matière de responsabilité, une volonté de progresser et d'accompagner les acteurs de l'écosystème du FRR (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 IR 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.

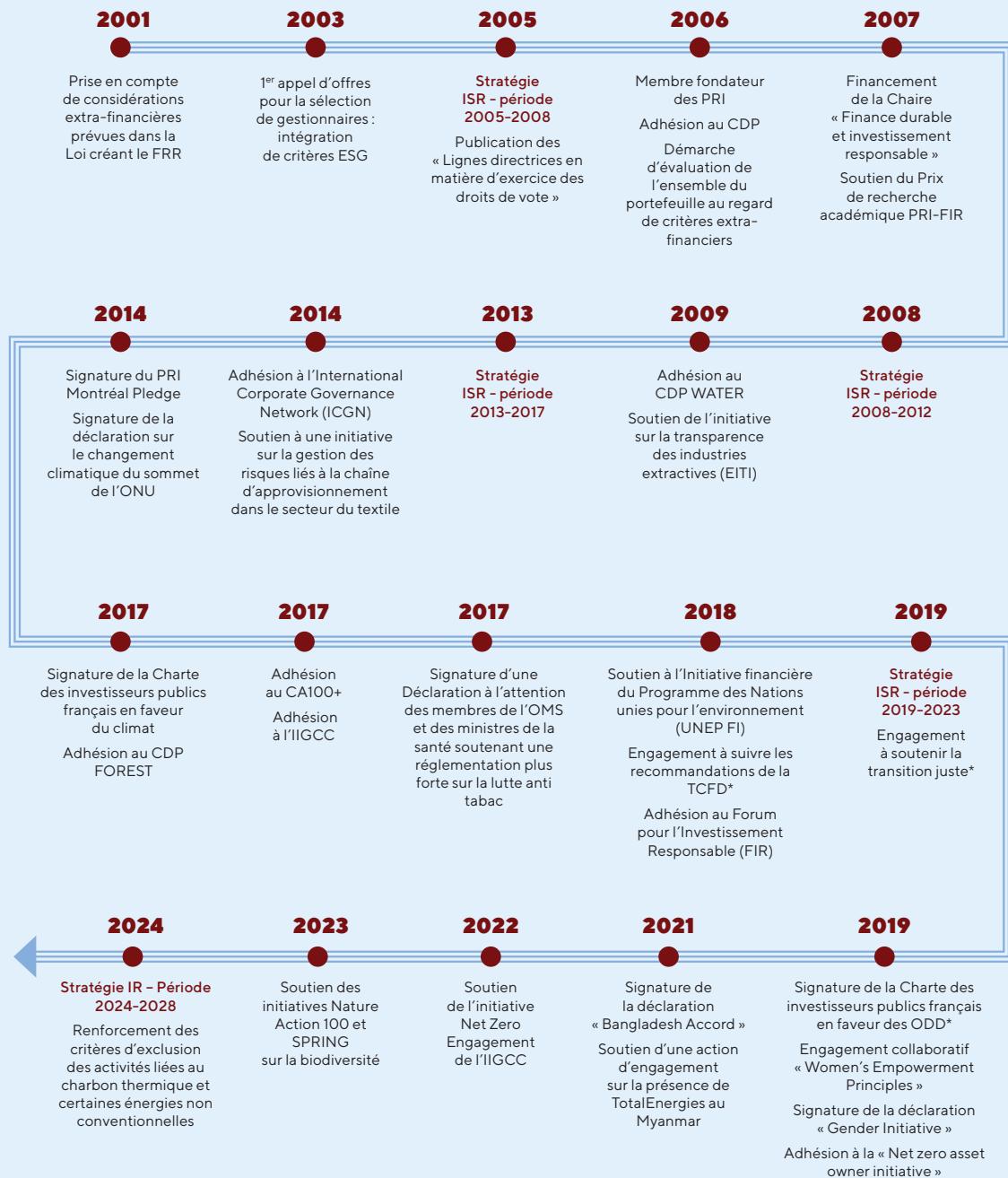
Cette stratégie sera déployée en ciblant les trois domaines prioritaires suivants:

- favoriser la transition énergétique et écologique;
- promouvoir l'équité sociale;
- préserver la biodiversité.

et en s'appuyant sur trois 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.

Initiatives et groupes de travail dans lesquels le FRR s'engage

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 fonda-

teur 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 coopération avec ses gestionnaires de mandats et de fonds mais aussi, lorsque cela s'avère nécessaire, directement avec les entreprises.

INITIATIVES DE PORTÉE GLOBALE



Charte des Investisseurs Publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable



INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX



Net-Zero Asset Owner Alliance

Charte des investisseurs publics français en faveur du climat



INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX SOCIÉTAUX



Investor statement on the Bangladesh accord

Statement on tobacco

Gender initiative

Reynolds & Gifford
PRI Grant

INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX DE GOUVERNANCE



La 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 (FDIR) de la Toulouse School of Economics et de l'École polytechnique depuis 2007.

Tous les trois ans, les membres de l'initiative de recherche FDIR définissent des projets prioritaires. Pour la période 2022-2025 trois priorités ont été retenues:

- en premier lieu, savoir ce qui motive les individus à investir dans des entreprises responsables, avec une étude menée sur l'influence des expériences de vies dans les décisions individuelles d'investissement;

- ensuite, comment organiser l'industrie financière pour favoriser l'investissement socialement responsable ? Deux sujets sont étudiés : l'incidence des frais de gestion sur la capacité du secteur assurantiel à soutenir l'investissement de long terme et le rôle des labels ISR pour signaler aux investisseurs les actions des entreprises;
- enfin, de quels outils disposent les entreprises responsables ? Trois sujets d'étude sont menés : l'évaluation de l'impact des brevets verts sur la performance financière et environnementale des entreprises, les liens entre politique salariale et RSE et enfin les difficultés spécifiques pour définir une stratégie de protection de la biodiversité.

Modalités d'action pour la transition énergétique

Tout en conservant un niveau de vigilance indispensable sur l'ensemble des autres enjeux ESG, répondre à l'urgence climatique fait partie des priorités du FRR. La transition énergétique, enjeu majeur de la première partie du 21^e siècle, est donc l'un des engagements forts du FRR. Ainsi, L'adhésion à la Net Zero Asset Owner Alliance conforte 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 (NZAOA), le FRR a adopté des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles, pour parvenir à une trajectoire de limitation du réchauffement climatique à 1,5° C.

Les objectifs de décarbonation de la NZAOA sont de 20 % à horizon 2024, mais le FRR vise plutôt une réduction de -40 % entre 2019 et 2025 et de 60 % à fin 2029 - l'année de référence étant 2019. Il s'agit de la poursuite d'une démarche entamée de longue date, qui avait déjà permis de diminuer les émissions de 40 % entre 2013 et 2019 pour le portefeuille actions global. Les émissions prise en compte sont les émissions directes et les émissions des fournisseurs directs.

Ces objectifs sont 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.

Pour atteindre les objectifs à horizon de fin 2029 chaque nouveau mandat de gestion d'actions ou d'obligations d'entreprises se voit attribuer des objectifs différenciés par zone géographique et classes d'actifs. Cette différenciation permet de prendre en compte les avancées déjà réalisées et les marges de manœuvre des entreprises sous-jacentes.

Le tableau ci-après illustre l'état d'avancement des différentes poches de gestion vers les objectifs adoptés dans le cadre de la NZAOA à horizon 2029. À fin 2024, les portefeuilles actions (gestions active et passive) et obligations euro sont bien sur la trajectoire de leurs objectifs :

	DÉCARBO-NATION fin 2024 par rapport à fin 2019	OBJECTIF DE DÉCARBO-NATION fin 2024 par rapport à fin 2019	OBJECTIF DE DÉCARBO-NATION fin 2029 par rapport à fin 2019
Gestions actives sur actions des pays développés	-45 %	-20 %	-60 %
Gestions passives sur actions des pays développés	-59 %	-25 %	-60 %
Ensemble des obligations d'entreprises émises en euros	-38 %	-30 %	-60 %
Ensemble des obligations d'entreprises émises en dollars	-18 %	-7 %	-60 %

Les différentes classes du portefeuille décarbonent déjà davantage que leurs objectifs de 2024 et sont en général proches de leurs objectifs de 2029. Le portefeuille d'obligations d'entreprises en dollars est celui devant réaliser le plus de progrès d'ici 2029. Sa moindre décarbonation est liée aux choix de gestion, avec une part d'obligations à haut rendement

qui est passée de 28 % à près de 70 % de la poche. Les entreprises émettrices de cette catégorie ont globalement des activités plus carbo-intensives que les émetteurs de meilleure qualité. Cependant, ces mandats et les prochains auront des objectifs de décarbonation ambitieux qui doivent permettre d'atteindre la cible fixée à fin 2028.

Fixation d'objectifs de décarbonation de plus en plus ambitieux au fur et à mesure du renouvellement des mandats de gestion

Les mandats lancés en 2024 ont été assortis d'objectifs de réduction de leur empreinte carbone :

- de 40 % par rapport au niveau de leurs indices de référence en 2024 et de 70 % à partir de fin 2028 pour les actions françaises de petite capitalisation ;
- de 40 % par rapport au niveau de leurs indices de référence en 2024 et de 75 % à partir de fin 2028 pour les actions américaines petites et grandes capitalisation.

En effet, dans le cadre des appels d'offres lancés par le FRR, les nouveaux marchés intègrent systématiquement des objectifs chiffrés de décarbonation. Fixés initialement uniquement sur la gestion indicelle actions à -50 % par rapport aux indices de référence, le FRR recherche désormais une décarbonation en valeur absolue.

Par exemple, les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars, activés en mars 2023, 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 -60 % 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'Énergie est l'une des plus importantes.

Tableau des exigences de décarbonation par classe d'actifs*

	OBJECTIF AU DÉMARRAGE	OBJECTIF FINAL
Actions indicielles Accord de Paris	-50 %	-50 % à fin 2028**
Actions de petites capitalisations européennes	-40 %	-75 % à fin 2028
Actions de petite capitalisations françaises	-40 %	-70 % à fin 2028
Actions de petites et grandes capitalisations américaines	-40 %	-75 % à fin 2028
Actions japonaises (appel d'offres en cours)	-40 %	-60 % à fin 2028
Obligations d'entreprises de qualité en euros	-0 %	-65 % en fin de gestion (2027)
Obligations d'entreprises de qualité en dollars	-40 %	-75 % en fin de gestion (2028)
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	-0 %	-65 % en fin de gestion (2027)
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	-35 %	-60 % à fin 2028

* Il s'agit d'objectifs de décarbonation par rapport aux indices de référence, estimés selon l'intensité carbone WACI (TEQCO₂/M€ CA) sur le périmètre des émissions directes et fournisseurs directs

**Les objectifs de décarbonation attribués à cette poche sont déterminés par les contraintes ESG de chacun des mandats

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.

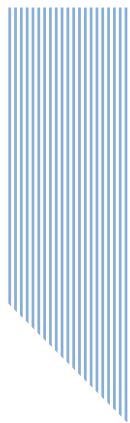
Dans le cadre de sa nouvelle stratégie d'investisseur responsable 2024-2028, le FRR a adopté en 2024 les nouveaux seuils d'exclusions ci-dessous :

- plus de 5 % de chiffre d'affaires provenant du charbon ;
- plus 10 GW de production d'électricité annuelle à partir du charbon ;
- plus de 10 millions de tonnes d'extraction de charbon thermique ;
- le développement de nouvelles centrales électriques à base de charbon ;
- plus de 20 % du chiffre d'affaires cumulé pour les énergies fossiles non conventionnelles (sables bitumineux, les activités réalisées dans l'Arctique, la fracturation hydraulique ainsi que les forages eaux profondes).

Le FRR prévoit une sortie totale du charbon thermique à compter du 1^{er} janvier 2030, les entreprises seront exclues dès le 1^{er} euro de chiffre d'affaires dans ces activités pour les entreprises qui ont leur siège social dans la zone OCDE et à partir du 1^{er} janvier 2040 pour les entreprises hors OCDE, conformément aux trajectoires de limitation du réchauffement climatique prévu par l'Accord de Paris.

Ces exclusions ne s'appliquent pas pour les green bonds respectant le futur standard European Green Bonds (ou équivalent), pour les émissions qui interviendront postérieurement à la mise en œuvre de ce standard, ni lorsque les entreprises concernées ont publié un plan de sortie de ces activités compatible avec une trajectoire de limitation du réchauffement climatique à 1,5° C.

Pour les actions non cotées et les infrastructures, aucun nouvel investissement ne sera réalisé dans de nouveaux champs pétroliers ou gazifères. Les investissements dans la distribution et le stockage seront limités aux exploitations existantes, ou à celles qui contribuent à l'alignement 1,5° (par exemple via la mise en place de technologies de capture et stockage du carbone).



Inclusion de critères sur la transition sociale juste et le respect de la biodiversité

Transition sociale juste

La prise en compte des principes de la transition sociale juste par les entreprises dans leur stratégie de décarbonation est émergente. Le FRR contribue à sensibiliser les entreprises via les actions d'engagement menées dans le cadre de CA 100+: l'un des sujets abordés par leur benchmark annuel porte effectivement sur la transition sociale juste.

Quelques progrès ont été constatés en 2024: 30 % des entreprises du panel prenaient des engagements vers une transition juste en s'appuyant sur des principes bien définis (en progrès de 10 points par rapport à 2023). Le nombre d'entreprises s'engageant à prendre en compte les impacts de leurs stratégies de décarbonation sur leurs salariés (27 %) a également augmenté de 6 points.

Cependant des progrès restent attendus sur les plans de déploiement: seulement 12 % des entreprises ont mis en place un plan qui porte à la fois sur les impacts sur les salariés et les autres parties prenantes.

Respect de la biodiversité

À ce jour, les données permettant une analyse du respect de la biodiversité par les entreprises sont encore très parcelaires. C'est pourquoi le FRR soutient notamment les initiatives d'engagement Spring et Nature Action 100.

Nature Action 100 fonctionne de manière relativement similaire à l'initiative CA100+. Au sein de huit secteurs clés, 100 entreprises ont été sélectionnées en raison de leur impact potentiel important sur la nature. L'engagement est ensuite conduit sur la base d'un ensemble d'actions nécessaires pour protéger et restaurer la nature et les écosystèmes:

AMBITION: s'engager publiquement à minimiser les contributions aux principaux facteurs de perte de nature et à conserver et restaurer les écosystèmes au niveau opérationnel et tout au long de la chaîne de valeur d'ici 2030.

ÉVALUATION: évaluer et publier les dépendances, les impacts, les risques et les opportunités liés à la nature au niveau opérationnel et tout au long de la chaîne de valeur.

CIBLES: fixer des objectifs temporels et publier les progrès annuels.

MISE EN ŒUVRE: élaborer un plan sur la manière d'atteindre les objectifs et publier les progrès annuels.

GOUVERNANCE: attribuer la supervision de la thématique au conseil d'administration et indiquer le rôle de la direction.

ENGAGEMENT: collaborer avec les parties prenantes, pour créer un environnement propice à la mise en œuvre du plan et à la réalisation des objectifs. Les résultats de la première campagne d'engagement ont été publiés en 2024. Ils démontrent que la majeure partie des entreprises en sont encore aux balbutiements sur cette thématique. En effet, si plus des deux tiers des entreprises font état d'un engagement à protéger la nature, une seule entreprise mentionne une évaluation complète de la matérialité des dépendances, des impacts, des risques ou des opportunités liés à la nature.

Concernant les cibles, près de la moitié des entreprises font état d'objectifs et 37 % font également état de stratégies pour atteindre ces objectifs.

Investissement favorisant la préservation de la biodiversité

Le mandat immobilier géré par Brownfields prend en compte dans ses activités la préservation de la biodiversité, en évitant l'artificialisation des sols dans ses activités. Brownfields vise des friches urbaines et des zones urbaines denses, permettant la construction de plus de logements sur une

même surface et évitant de consommer des espaces naturels agricoles et forestiers (ENAF).

Ainsi, sur l'ensemble des sites reconvertis depuis la création de Brownfields, la surface totale de friches est de plus de 400 hectares mais représente plus de 900 hectares d'artificialisation évitée.

UNE STRATÉGIE D'ENGAGEMENT CONTINU AUPRÈS DES ENTREPRISES ET DES GÉRANTS

L'engagement du FRR à travers les votes

Les lignes directrices de vote

La démarche d'investisseur responsable du FRR passe par un positionnement actionnarial lors des assemblées générales. 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 de ses mandats de gestion, 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 sala-

riés. 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

Le suivi exercé par le FRR, par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de participer en 2024 à 918 assemblées générales et de voter sur plus de 13 000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à 99 % des assemblées générales auxquelles il était possible de voter.

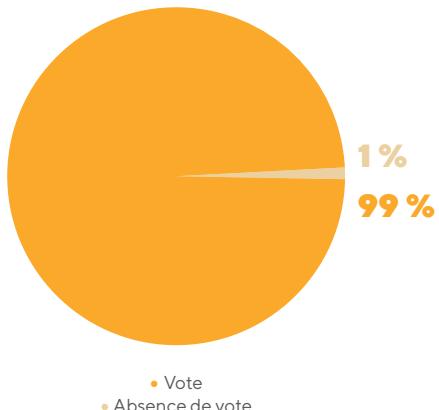
Les gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions proposées par le management lors des assemblées générales à 79 % POUR et à 21 % CONTRE.

En 2024, les votes « Contre » les plus fréquents concernaient :

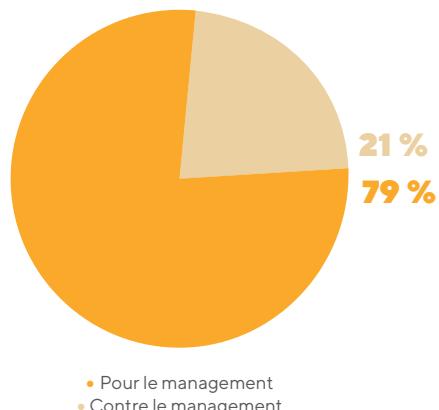
- le renouvellement des membres des Conseils, avec des sujets portant notamment sur l'indépendance des membres et le respect des principes de diversité;
- la part variable des rémunérations des dirigeants – avec des sujets sur l'absence de corrélation avec les performances des entreprises.

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.

Nombre d'AG auxquelles le FRR a voté en 2024



Orientation des votes en 2024



Exigences de reporting pour les entreprises, les gérants et le FRR

Le paysage réglementaire entourant l'investissement responsable (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 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 contexte international appelle à rester vigilant sur cette thématique :

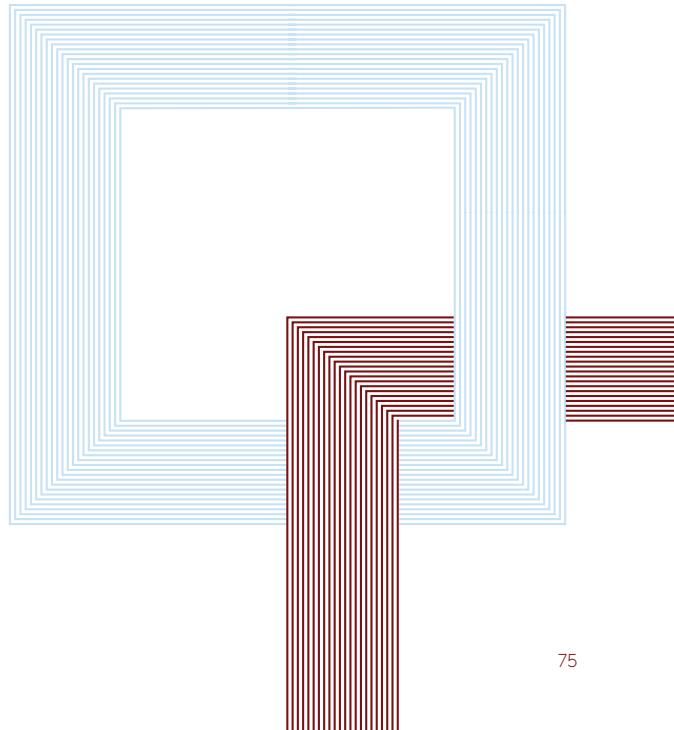
- la Commission européenne reconnaît les textes CSRD, CSDDD et la taxonomie verte dans l'objectif de les simplifier. Si les efforts de simplification sont louables, il est essentiel de ne pas remettre en question l'esprit des textes. C'est pourquoi le FRR a co-signé début 2025 la position du FIR concernant le projet de règlement européen « Omnibus » (<https://www.unpri.org/download?ac=22691>);
- les mesures relatives à la protection de l'environnement, la lutte contre le changement climatique ou la promotion de la diversité sont partiellement remises en question outre-Atlantique. L'évolution concrète des pratiques des entreprises sera donc un sujet à surveiller de près.

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.

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.



Actions d'engagement 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.

Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en euros, lancés fin 2021, ont de nouveau montré sur l'année 2024 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.

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...).

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 thématiques 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.

Ces gérants sont parties prenantes de nombreuses initiatives au travers d'engagement sur la diversification des protéines, sur la lutte contre l'utilisation abusives des antibiotiques notamment sur les animaux et dans l'agriculture, sur lutte contre la contamination de l'environnement ainsi que la réduction de risques liés à pollution plastique.

Depuis 2024, les mandats de gestion active actions européennes, françaises et américaines sont également soumis à cette obligation de reporting sur l'engagement. Dès le début de l'année 2025, ce seront désormais tous les mandats de gestion active actions qui seront concernés par cette obligation à la suite de la future activation en février des nouveaux mandats de gestion d'actions japonaises.

Au niveau du FRR

Actions d'engagement collectives

Le FRR est membre de la Climate Action 100+, la plus grande initiative d'engagement d'investisseurs sur le changement climatique, qui compte plus de 600 signataires. Ceux-ci dialoguent avec 168 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 2024 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 80 % alors qu'elles n'étaient que 77 % un an auparavant.

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. Si les objectifs de réduction des émissions sont bien présents sur le long et le moyen terme (84 % et 85 % des cas), ils régressent légèrement sur le court terme (45 % contre 47 % en 2023). Ces objectifs sont alignés avec les objectifs de limitation du réchauffement climatique à 1,5° C uniquement pour 41 % des entreprises sur le long terme (vs 30 % en 2023), 20 % sur le moyen terme (vs 13 %) et 21 % sur le court terme (vs 18 %). Ces progressions sont encourageantes, mais les niveaux à court et moyen terme sont encore très insuffisants.

L'alignement des investissements vers des produits ou solutions moins intenses en émissions ne progresse que très légèrement, avec seulement 4 % des entreprises (2 % en 2023) et reste donc l'un des sujets prioritaires.

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 utilisent 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. 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.

Cette action d'engagement a été menée pour la troisième année consécutive en 2024. L'analyse des avancées sur les différents sujets est assez contrastée.

Sur la détermination des objectifs de neutralité carbone il y a eu très peu d'évolution. De plus on retrouve la même problématique que pour les sociétés couvertes par l'initiative CA 100+, avec des objectifs chiffrés encore très lacunaires sur le court terme et le long terme.

L'adoption de stratégies de décarbonatation progresse légèrement, mais l'orientation des dépenses d'investissement pour permettre de déployer cette stratégie reste encore souvent peu lisible.

La conformité du reporting aux recommandations de la TCFD progresse, ainsi que les critères liés à la transition juste.

Au niveau des 26 entreprises concernées par cette action d'engagement, 8 présentent une analyse globale en légère amélioration et 7 présentent des progrès significatifs sur la période 2022/2024. Parmi ces dernières, deux profils se dessinent:

- deux entreprises qui sont également dans le périmètre d'engagement de CA 100+, dont l'une a progressé de manière globale et la seconde qui faisait déjà partie des « meilleurs élèves », qui a fait notamment des progrès sur le sujet de la transition juste;
- cinq entreprises qui ne sont pas dans le périmètre d'engagement de CA 100+, et qui présentent une amélioration globale.

Actions d'engagement sur les autres thématiques 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 binationnels ainsi que dans les reportings annuels.

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.

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

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. Certains fonds lient même une partie de leur « carried interest » à l'atteinte de critères ESG.

L'ensemble des sociétés de gestion sont signataires des PRI. Le FRR analyse l'évaluation des pratiques de ces sociétés réalisée par les PRI. Deux sociétés de gestion présentent une évaluation inférieure à la médiane. Cependant ces notations ne tiennent pas compte des derniers développements de ces sociétés de gestion. L'évaluation de l'ensemble des autres sociétés de gestion est supérieure à la notation médiane, ce qui reflète les bonnes pratiques adoptées.

Bilan des actions d'engagement 2024 (hors thématique climat) au niveau du FRR

En 2024, le FRR a initié, conjointement avec l'ERAFF et sous l'égide du FIR, un groupe pilote portant sur la mesure de l'efficacité de l'engagement ESG.

Les investisseurs responsables sont de plus en plus nombreux à chercher à influencer les entreprises afin qu'elles adoptent des pratiques plus durables et qu'elles fassent évoluer leurs modèles économiques. Élaborer une méthode d'évaluation objective de l'efficacité des démarches d'engagement est une étape essentielle pour renforcer leur crédibilité. Cela permettra également d'améliorer les critères de sélection des sociétés de gestion basés sur cette thématique.

Ce projet ambitieux réunit des experts issus d'investisseurs institutionnels, de sociétés de gestion et des académiciens.

Par ailleurs le FRR a apporté son soutien au projet de Grant Reynolds & Gifford des PRI – il s'agit d'un projet de bourse de recherche auquel postulent Stéphanie Giamporcaro, Christophe Revelli, professeur en Sustainable Finance/Impact à Kedge Business School, et une équipe de chercheurs et praticiens internationaux.

Ce projet vise à :

- 1 Une meilleure compréhension des différents contextes vécus entre le Nord et le Sud et le rôle que l'investissement responsable peut jouer dans la résolution des problèmes d'inégalité et de transition juste.
- 2 Explorer le rôle et l'utilité de l'investissement responsable dans la résolution des déséquilibres Nord/Sud en matière d'allocation financière, de marchés financiers et d'inclusion financière pour atteindre les ODD.
- 3 Construire un réseau transnational d'universitaires, de praticiens et d'étudiants capables de cocréer sur une période de 5 ans des solutions/voies d'action pour la recherche et les problèmes pratiques identifiés collectivement.

Principales actions d'engagement 2024 (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.

Par exemple, au travers des reportings et des échanges avec les gérants des mandats de gestion action indicielle cohérente avec l'Accord de Paris, le FRR est informé des différentes initiatives collectives mises en place sur des thématiques Sociale et de Gouvernance.

Ainsi, les gérants font part au FRR de leur engagement en ce qui concerne la progression de l'environnement des données sur les droits humains des entreprises, l'amélioration du droit du travail et de la négociation collective, l'équité salariale ou encore la lutte contre la famine, la santé et la nutrition saine.

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 ou certaines énergies non conventionnelles, qui portent particulièrement atteinte au climat.

Ces pratiques et activités controversées ont fait l'objet d'une analyse par Morningstar fin 2024.

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 2024, 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.	États-Unis
Yugoimport-SDPR	Serbie



LES
INVESTISSEMENTS
DU FRR ONT UN
IMPACT POSITIF
SUR LES GRANDS
ENJEUX PUBLICS
DE DEMAIN

UN IMPACT IMPORTANT SUR LES ENJEUX D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Impact sur l'ensemble des facteurs ESG

Le score ESG du portefeuille et les controverses en 2024

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.

Le prestataire chargé de la mesure et de l'analyse ESG est Morningstar France Fund Information. Son approche ESG Risk Ratings 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 représentants 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 20,2 à fin 2024, le portefeuille consolidé (actions, obligations d'entreprises et souveraines) du FRR se situe dans la fourchette basse de la catégorie de risques « moyen » avec un résultat proche de son indice de référence qui a un score de risque de 20,7. Les évolutions par rapport à fin 2023 sont minimes (-0,5 pour le portefeuille consolidé, -0,3 pour l'indice de référence).

Avec un score de 19,15, le portefeuille d'actions monde du FRR est dans la catégorie des risques faibles et légèrement en dessous de son indice de référence (19,99). Le portefeuille d'obligations d'entreprises du FRR est dans la catégorie des risques moyens et légèrement en dessous de son indice de référence (21,09 contre 21,38). Dans ces 2 catégories, le risque ESG du portefeuille a davantage baissé que dans l'indice de référence.

La répartition 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, tout comme fin 2023. En effet, 45 % des risques ESG du portefeuille global action et 48 % du portefeuille d'obligations d'entreprises sont liés à des enjeux sociaux. Cette tendance s'est même renforcée par rapport à fin 2023 où cette dimension s'établissait respectivement à 42 % et 45 %. Les enjeux sociaux représentent également la majorité (54 %) des controverses impactant les entreprises en portefeuilles. Pour mémoire, la dimension sociale comprend non seulement les relations avec les salariés, mais également la chaîne d'approvisionnement, la qualité et la sécurité des produits et services, l'éthique des affaires et les relations avec la société et les communautés locales.

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: 1,14 % pour le portefeuille global action et 0,38 % pour le portefeuille d'obligations d'entreprises. Cette proportion a légèrement diminué par rapport à fin 2023 sur les deux portefeuilles (respectivement 1,4 % et 0,7 %).

Avec un score de risque ESG de 18,61 à fin 2024, le portefeuille souverain du FRR se situe dans la catégorie de risques « faible ». Il est marginalement plus risqué que l'indice de référence, dont le score de risques ESG est de 18,33 à la même date. Par rapport à l'année dernière, on constate une légère augmentation du score de risque du portefeuille souverain (+1,26) ainsi que de celui du benchmark (+1,75). La présence plus faible de la France au sein du portefeuille du FRR par rapport à l'année dernière (-5 %) explique en grande partie la note de risque accrue du portefeuille souverain. La note de la France étant peu risquée, son poids prépondérant au sein du portefeuille comme du benchmark a un impact positif sur leurs notes de risque ESG.

Contribution aux Objectifs de Développement Durable

Les Objectifs de développement durable 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.

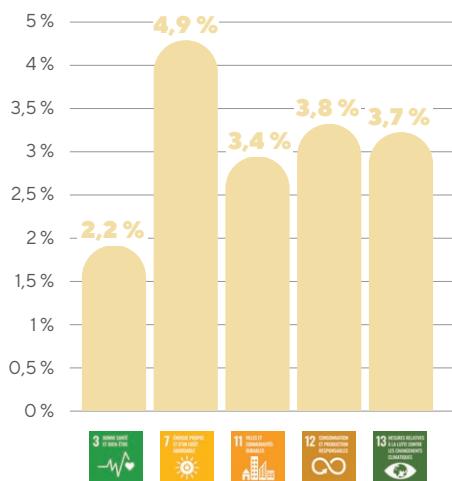
Ces 17 objectifs interconnectés couvrent un large éventail de défis mondiaux, notamment la pauvreté, la faim, la santé, l'éducation, l'égalité des sexes, l'eau potable, l'énergie propre, le changement climatique, la paix et la justice. L'idée est de travailler ensemble pour ne laisser personne de côté.

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

- Bonne santé et bien-être (ODD 3)
- Énergie propre et à coût abordable (ODD 7)
- Villes et communautés durables (ODD 11)
- Consommation et production durables (ODD 12)
- Lutte contre le changement climatique (ODD 13)

Les ODDs auxquels contribuent le plus les revenus des entreprises en portefeuille Actions Global (en %)

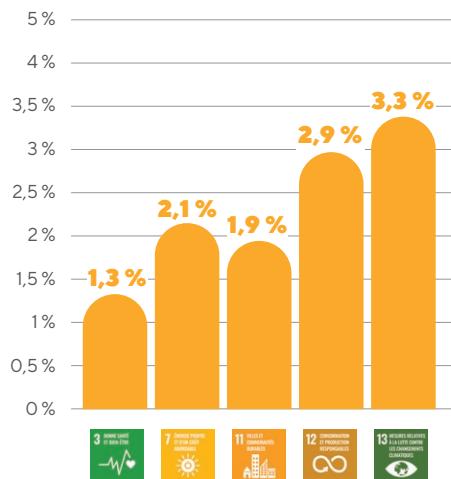
SOURCE: MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION



En comparaison avec fin 2023, on note une légère hausse de la contribution des entreprises en portefeuille aux Objectifs de Développement Durable. Cette augmentation s'explique en bonne partie pour des raisons méthodologiques. En effet, en 2024, l'analyse réalisée par Morningstar France Fund Information a couvert un nombre d'activités plus important qu'en 2023, ce qui a permis d'identifier davantage d'entreprises contributives. 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:

Les ODDs auxquels contribuent le plus les revenus des entreprises en portefeuille obligations d'entreprises (en %)

SOURCE: MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION



Impact sur l'empreinte carbone des portefeuilles

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 sélectionne par appel d'offres son prestataire chargé de la mesure et de l'analyse de l'empreinte environnementale et climatique du portefeuille du

FRR : en 2023 S&P Global Market Intelligence LLC a été retenu pour une durée de quatre 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 carbones sont estimées en intensité moyenne pondérée (ou WACI – Weighted Average Carbon Intensity) et exprimées en tonnes d'équivalent CO₂ émises par million d'euros de chiffre d'affaires.

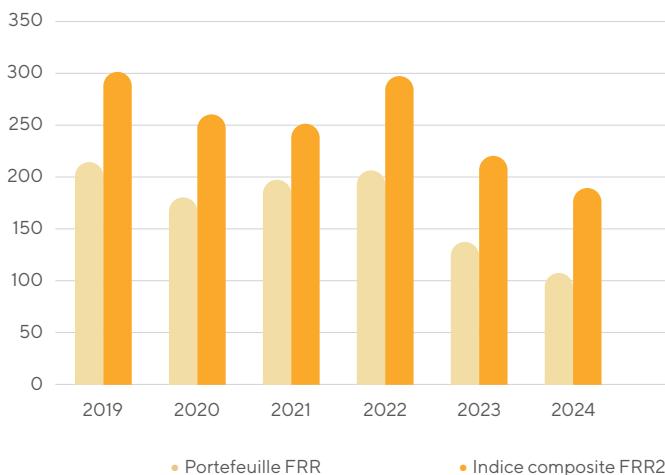
Empreinte carbone du portefeuille d'actions

Fin 2024, la moyenne pondérée des intensités carbone (méthode WACI) des entreprises dans le portefeuille Actions monde du FRR s'élevait à 108 tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle était inférieure de 43 % à celle

de l'indice de référence du FRR. De 2019 à 2024, l'empreinte carbone du portefeuille actions du FRR a diminué de 50 % (soit environ 10 % par an) tandis que celle de l'indice représentatif du portefeuille du FRR n'a diminué que de 37 %.

Évolution de l'empreinte carbone du portefeuille global actions en tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires

SOURCE: S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



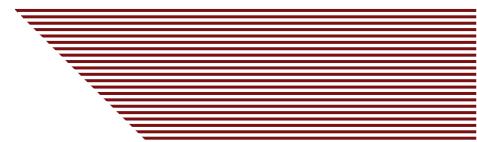
Le tableau ci-après compare la décarbonation cumulée des portefeuilles actions du FRR entre 2016 et 2024. On observe une forte tendance de décarbonation du portefeuille « Actions des pays développés » et émergents malgré des indices en retrait notamment sur les marchés émergents.

	PORTEFEUILLE	INDICE
Actions monde	-54 %	-40 %
Actions Marché développés	-57 %	-48 %
Actions Pays émergents	-47 %	-16 %

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 CO₂ nettes. Cependant, il est important de noter que les projets financés par les obligations vertes ne sont pas toujours exempts d'émissions de CO₂. Par exemple, un projet d'énergie renouvelable peut générer des émissions de CO₂ pendant sa phase de construction. Par ailleurs, l'émetteur de l'obligation verte peut avoir d'autres activités qui génèrent des émissions de CO₂.

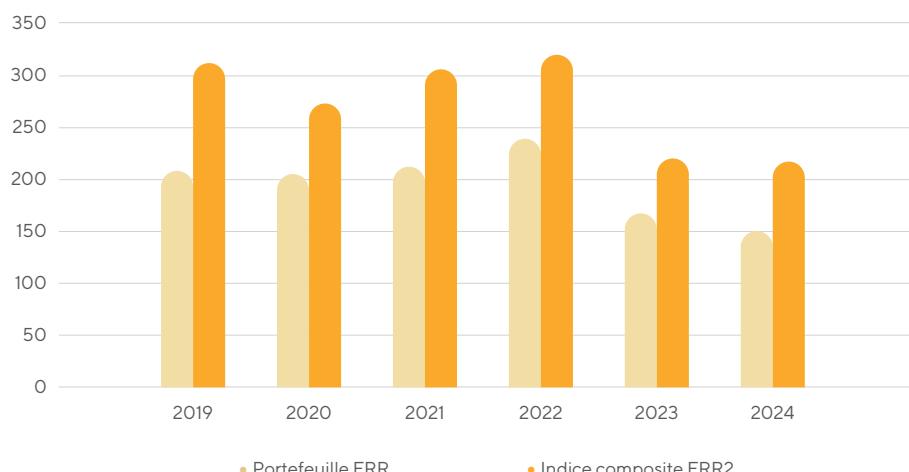
À ce stade, le FRR attribue l'empreinte de l'émetteur aux obligations vertes, ce qui correspond à la méthodologie du prestataire. Il s'agit d'une approche conservatrice. Néanmoins, le FRR demande à ses gestionnaires de s'exposer aux obligations vertes au-delà de leur proportion dans les indices de référence. 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 CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires

SOURCE: S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



Fin 2024, l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises du FRR s'élève à 151 tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 31 % à celle de l'indice de référence contre 24 % en 2023. De 2019 à 2024, l'empreinte carbone du portefeuille a baissé de 28 % et celle de l'indice de référence a baissé de 30 %. Le léger

écart s'explique par l'« effet allocation » dû à l'augmentation du poids des obligations à haut rendement (qui présentent des activités davantage intenses en émissions carbone). Il est à noter que cet écart a diminué de manière importante en 2024, puisqu'à fin 2023, il s'établissait à 9 points. Ceci reflète le renforcement des engagements de décarbonation pris par le FRR.

Empreinte carbone du portefeuille d'obligations d'État

La méthodologie d'analyse de l'empreinte carbone par 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 ci-après 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

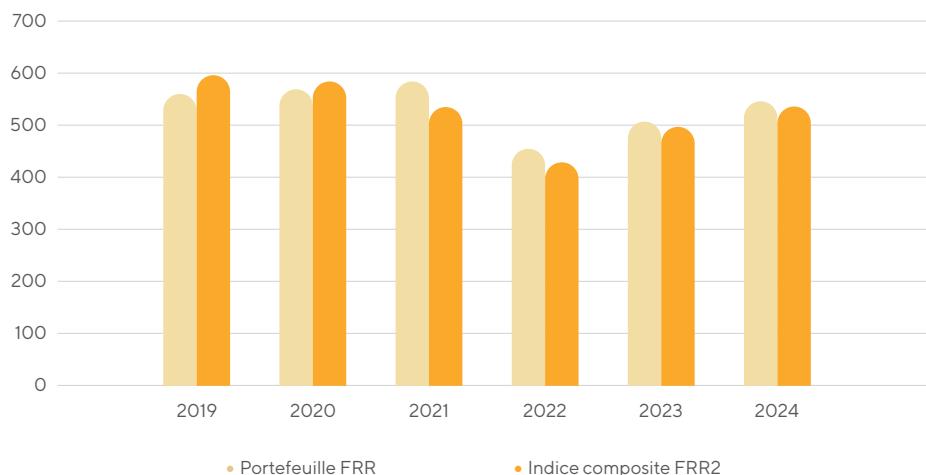
de celui-ci. Il s'agit d'une mesure de l'allocation du portefeuille à des économies plus ou moins carbonées. La différence de niveau d'intensité carbone du portefeuille par rapport à celui de l'indice de référence

s'explique par la très légère surpondération de l'Indonésie au sein des pays émergents. Cela est la résultante de décisions d'allocation d'actifs au sein de la poche de couverture.

Évolution de l'empreinte carbone du portefeuille obligations d'États

En tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de PIB

SOURCE: S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



Empreinte carbone du portefeuille de capital investissement et de dette privée

S&P Global Market Intelligence LLC a évalué pour la première fois en 2024 l'empreinte carbone des portefeuilles de capital investissement et de dette privée. Elles s'élevaient respectivement, selon la méthode WACI, à 97 tCO₂e/M€ et à 114 tCO₂e/ M€. En l'absence d'indice de référence, ces résultats, même si les actifs sous-jacents sont de nature différente, peuvent se comparer aux empreintes carbone des portefeuilles et indices Actions Global (respectivement 108 et 190 tCO₂e/ M€) et obligations d'entreprise (respectivement 151 et 218 tCO₂e/ M€).

On constate donc que les empreintes carbone des investissements en actifs non cotés sont très inférieures aux indices de référence des actifs cotés correspondant. Ces résultats sont toutefois à interpréter avec prudence: l'empreinte carbone est actuellement analysée uniquement pour 52 % du portefeuille de capital investissement et 46 % du portefeuille de dette privée.

Impact sur la transition énergétique et le progrès social

Mandats d'actions

Outre les scores ESG, la contribution aux ODD et les objectifs de décarbonation qui sont désormais assignés à l'ensemble des mandats actions, ceux-ci comportent des objectifs et doivent reporter sur d'autres aspects liés à la transition énergétique et écologique :

- les entreprises dans lesquelles la green-tech représente une part importante du chiffre d'affaires ;
- les entreprises présentant un scénario de température aligné avec l'Accord de Paris ;
- les entreprises participant à la gestion du risque de transition ;
- la gestion du risque climatique physique ;
- la gestion de la biodiversité ;
- les entreprises dérivant une part de leur chiffre d'affaires (même minime) dans le charbon.

Les sociétés de gestion de chaque mandat sont entre autres choisies pour leur capacité à améliorer ces métriques par rapport à l'indice de référence. Le FRR suit l'enrichissement de ces reporting à l'amélioration des investissements.

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'investis-

sement, que ce soit dans les portefeuilles d'émissions émises en euros, en dollars, Investment Grade ou High Yield.

Sur l'univers du Crédit Investment Grade Euro et US, les obligations vertes (« Green bonds ») représentent un encours de 208,4 Md€, soit environ 10,2 % des actifs sous gestion de ces deux catégories d'obligations d'entreprises.

Plus précisément, les Green Bonds représentent 15,9 % de l'indice de référence des mandats Crédit Investment Grade Euro quand les mandats en détiennent 17,7 % (193,20 M€).

Les Green Bonds sont beaucoup moins représentées dans les mandats des émissions en dollars car elles sont peu nombreuses Outre Atlantique. L'indice représentatif de ces mandats est composé de 1,90 % de Green Bonds quand les mandats sélectionnés sur ce marché en comptent 1,6 % fin 2024 (15,10 M€).

L'encours des obligations vertes dans l'univers High Yield Euro et US est estimé à environ 10 milliards d'euros, contre 208 milliards d'euros pour le marché Investment Grade. Cette différence entre les deux univers reflète la rareté des obligations vertes à haut rendement, qui reste un marché émergent.

Toutefois, les Green Bonds représentent 11 % de l'univers de l'indice de référence des mandats Crédit High Yield Euro, tandis que les mandats correspondants en détiennent 14 % en moyenne. Les Green Bonds sont, à l'inverse, beaucoup moins bien représentés dans les mandats High Yield en USD. Ainsi, l'indice de référence de ces mandats est composé de 1,3 % de Green Bonds, alors que les mandats sélectionnés sur ce marché en comptaient 0,9 % fin 2024.

Actifs non cotés

Immobilier

Certains investissements réalisés par le FRR ont une thèse d'investissement intrinsèquement positive en termes d'impact.

L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif 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 1313 € par ménage logé.

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.

L'empreinte écologique de Brownfields est clairement positive :

- Suppression des sources de pollution susceptibles de contaminer les différents milieux (sols, eaux souterraines et air ambiant) ;
- Reconversion des friches en zone urbaine permet d'une part de réduire l'étalement urbain et d'autre part de réduire les émissions de CO₂ liées aux déplacements.

Grâce à ces reconversions le fonds Brownfields a pu financer :

- 9 500 unités de logements familiaux créés dont environ 40 % à vocation sociale ou prix modérés
- 15 Résidences avec Services totalisant 2000 Unités d'Hébergement
- 5 Parcs d'Activités totalisant 331000 m² Surface de Plancher (SdP)
- 2 Immeubles de Bureaux totalisant 10 000 m² (SdP)
- 1 Hypermarché
- 1 Hôtel 4* de 101 chambres

L'exemple de l'opération de Blanc-Mesnil en est une illustration.

Situé en limite communale avec la ville du Bourget, le terrain d'assiette est issu d'un projet de division du tènement foncier situé à l'angle Sud-Ouest de l'intersection de l'Avenue Charles Floquet et de la rue du Parc, et composé d'un ensemble de bâtiments industriels.

Destinés à être démolis, ces bâtiments sont issus d'une activité industrielle aujourd'hui quasi éteinte qui s'y est développée durant le siècle précédent pour culminer avec la présence de la Société des Tubes de Montreuil issue elle-même de la société de construction Eiffel implantée sur le site dès le début des années 50.

Le projet consiste, après démolition intégrale des bâtiments existants à l'exception notable de la halle dite « Eiffel » localisée au Nord-Est le long de la rue du Parc, à développer un nouveau quartier résidentiel assorti d'une rue commerçante dans une composition urbaine qualitative, tant par les choix architecturaux du bâti que par le soin apporté à l'élaboration de l'espace public. L'objectif est ici d'accéder à un niveau d'excellence propre à doter ce quartier d'un pôle de centralité urbaine associant qualité d'habitat, qualité de services et de commerces de proximité dans un paysage reflétant l'ambition de la ville de proposer à ses habitants un lieu de vie exemplaire ouvert sur son environnement paysagé et urbain.

Au final, 1700 nouveaux logements ont été construits, dans des espaces végétalisés à 40 %, avec environ 4 000 m² de commerces et de services, 4 000 m² d'équipement (dont la future école) et 5 000 m² d'activités économiques.

Investissement dans le
fonds Brownfields

**15 résidences
avec services**

**2000
hébergements**

**5 parcs
d'activités**

331.000 m² de surface
de plancher

**9500
logements
familiaux**

40% à vocation sociale
ou à prix modérés

**2 immeubles
de bureau**
1 hypermarché
1 hôtel

LE BLANC-MESNIL
RECONVERSION DU SITE
« LES TUBES
DE MONTREUIL »



Infrastructures

Au regard des importants besoins de financement dans le domaine de la transition écologique et énergétique, une grande majorité des investissements des fonds en portefeuille est dédiée à ce domaine au sens large: ils représentent près de 90 % des encours de cette classe d'actifs.

Ils concernent particulièrement les secteurs des énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque, biomasse et biogaz, ...), mais également du stockage devenu indispensable pour optimiser la fluidité du réseau, la mobilité pour accompagner entre autres la montée en puissance du parc de véhicules électriques, ou encore l'efficacité énergétique, le traitement des déchets ou encore le secteur de l'eau dans toutes ses dimensions.

Parmi les investissements d'ores et déjà en portefeuille, la société française Swish illustre le savoir-faire français en matière de mobilité électrique.

Crée par le groupe CEREL en 2021 en tant que nouvelle branche puis carve-out, SWISH est une société spécialisée dans le développement, la construction, le financement, l'exploitation et la maintenance de bornes de recharge pour véhicules électriques. Elle est basée en France, et ambitionne de déployer des stations dans les pays voisins, à commencer par l'Italie et l'Espagne. SWISH emploiera environ 60 spécialistes d'ici fin 2026 et vise 5 à 10 % de part de marché dans le segment Business To Business (« B2B »).

Les fonds investis par INFRAGREEN V financent la structuration et la croissance de l'entreprise, mais surtout le développement et la construction de bornes de recharge pour véhicules électriques.

SWISH cible le segment B2B du marché Electric Vehicle Charging Infrastructure (« EVCI »), en installant des bornes de recharge sur les parkings des entreprises, à l'usage de leurs employés et de leur propre

flotte. Les clients ciblés sont notamment les PME multisites, qui sont sécurisées soit par réponse à appels d'offres, soit par une approche commerciale ciblée.

D'ici 2030, l'objectif de SWISH est de déployer plus de 80 000 points de charge, majoritairement en courant alternatif et en France et, pour une part secondaire, dans les pays voisins. L'investissement d'INFRAGREEN V prend la forme d'actions de préférence et d'obligations convertibles, destinées à protéger les intérêts du fonds en cas de faible performance financière de SWISH. En cas de performance satisfaisante, les actions d'INFRAGREEN V capteront 38,3 % de la valeur, et les obligations convertibles pourraient renforcer ce partage de la hausse.



Au travers de cet engagement dans le 5^e Vintage Equity de Rgreen Invest, le FRR contribue, d'une part, directement à l'essor d'une petite entreprise française en développement; d'autre part, ce financement a de véritables impacts environnementaux du fait de l'activité même de Swish (calculés par la société de gestion), parmi lesquels:

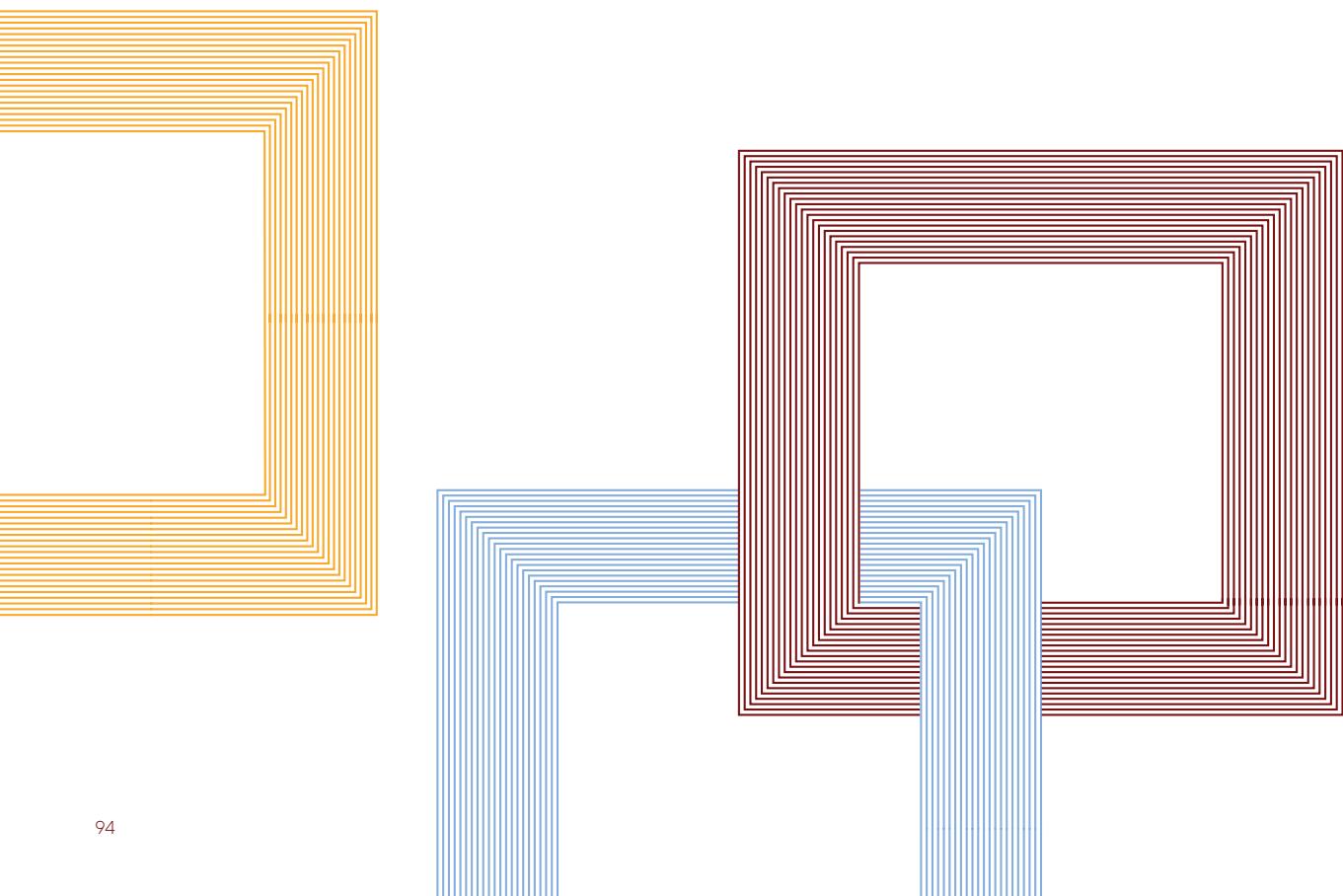
- En 2024, les bornes de recharge pour véhicules électriques installées et/ou opérées par Swish ont permis de charger en France des véhicules électriques pour un total de 1100 MWh.

→ à titre de comparaison, ce total représente plus de 6,5 million de kilomètres parcourus par des véhicules électriques,

→ cela équivaut à une flotte de 500 voitures électriques alimentées sur une année, ou encore à 8 000 trajets Paris-Marseille.

- Par ailleurs, Rgreen Invest estime qu'environ 1000 tonnes de CO₂e ont été « évitées » grâce aux bornes de recharge Swish en service en 2024.

Avertissement: (1) Ces estimations reposent sur les bornes installées et/ou opérées, gérées par Swish à fin 2024, sachant que la société est en forte accélération. (2) Ces calculs sont des approximations en ordre de grandeur à titre illustratif. Les hypothèses de calcul et comparaisons ont été élaborées par RGREEN INVEST avec l'aide de bases de données internes et externes (ADEME, Ministère de la transition écologique, etc.). (3) Les résultats présentés ici relèvent d'un calcul de « scope 4 » émissions évitées. Il existe également des émissions induites par les bornes de recharge « scopes 1,2 et 3 » (fabrication, installation, opération), non présentées ici, le total étant substantiellement plus faible.



Capital investissement

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 ou encore MPH Énergie, acteur de la transition énergétique qui accompagne ses clients dans la mise en place de systèmes énergétiques décarbonés.

JIMMY ENERGY

Jimmy conçoit et opère des réacteurs nucléaires modulaires permettant de fournir aux industriels de la chaleur décarbonée. Par l'industrialisation du processus d'assemblage des réacteurs, la société souhaite délivrer l'équivalent de 300 MW de puissance thermique par an auprès d'industriels, soit 30 réacteurs de 10 MW. Elle développe par ailleurs sa propre usine de combustible pour sécuriser l'approvisionnement de ses réacteurs.

La société ne réalise pas encore de chiffre d'affaires mais elle a été autorisée à déposer sa Demande d'Autorisation de Création cette année (1^{re} startup à l'obtenir) et son approche a été validée par l'audit mené (non public) par le Haut-Commissariat à l'Énergie Atomique.



RÉACTEUR NUCLÉAIRE MODULAIRE DE JIMMY ENERGY

MPH ENERGY

MPH Énergie est un groupe industriel français indépendant créé en 2005. Acteur de la transition énergétique, le groupe propose une offre globale de solutions et services pour la mesure, le transfert et la distribution des énergies. Le groupe s'adresse aux secteurs de la distribution d'énergie dans le domaine des transports, de l'industrie et de l'environnement. MPH Énergie propose une offre pour tous les carburants dont les biocarburants, GNC et GNL, biogaz, GTL et Hydrogène. Dans le cadre du développement de la Business Unit Green Gaz, la filiale Mesure Process s'est associé avec NEL Hydrogen Fueling Station pour la Construction / Réalisation / Maintenance de stations hydrogène clé en main en France. NEL est leader par

expérience et par nombre d'installations de production et distribution H2 réalisés dans le monde avec plus de 110 stations d'avitaillement H2 depuis 2003. En 2023, le groupe MPH a notamment remporté le plus important appel d'offres lancé jusqu'alors en France. Il porte sur l'installation et la maintenance à Créteil d'une station à hydrogène vert.

Depuis l'entrée au capital du gérant en mai 2021, l'organisation des équipes de MPH Energy a été profondément revue. Enfin, deux acquisitions ont été réalisées au cours de l'année 2024 afin d'élargir l'offre du groupe sur la mesure des gaz et ainsi mieux le positionner sur le marché industriel.

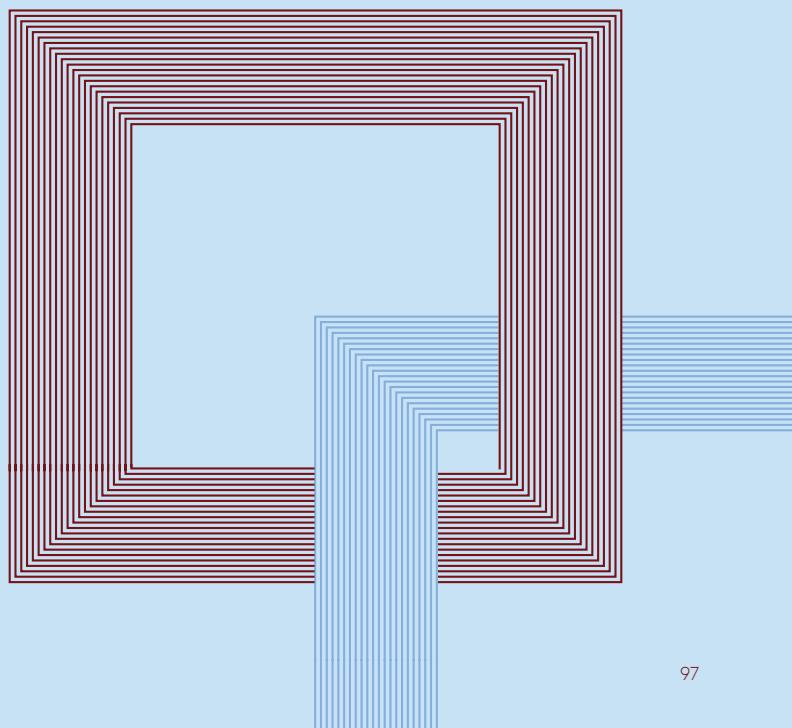


SITE RATP 2025 – PASSAGE DES DÉPÔTS
AU BIO-GAZ – MPH ENERGY



UN MAILLON ESSENTIEL DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Au 31/12/24, les encours sous gestion sont déployés sur 121 supports d'investissements (mandats et fonds) répartis entre 79 relations d'affaires. Parmi ces 79 sociétés de gestion qui se sont vu confier un ou plusieurs supports d'investissements, 50 sont françaises et 52 % des encours totaux sont confiés à des équipes localisées en France. L'impact de l'activité du FRR sur l'écosystème français est donc important mais se diffuse également en dehors des frontières nationales avec 21 % des équipes basées aux États-Unis, 16 % au Royaume-Uni 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.



Une part importante d'actifs investis en France

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 2024, le poids de la France au sein des investissements du FRR s'élève à 31 %.

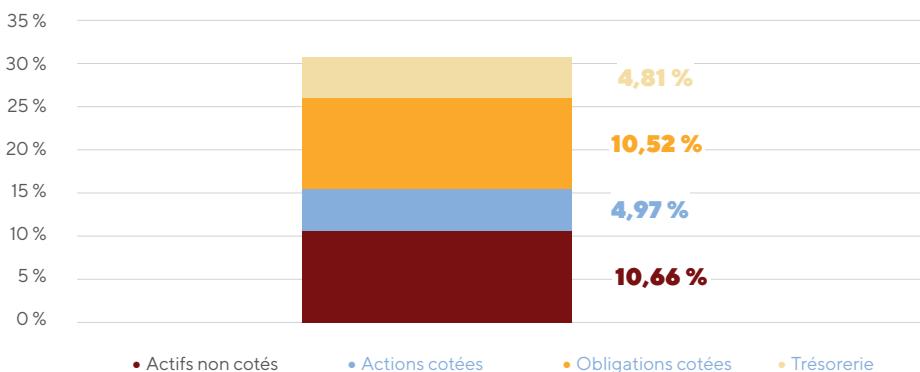
Afin de verser sa contribution annuelle à la Caisse d'amortissement de la Dette Sociale (CADES) chaque année, le FRR doit vendre une partie de ses actifs à hauteur de 2,1 Md€. Cette année, le FRR a de nouveau diminué la taille de ses mandats obligataires de bonne qualité libellés en

euro et en dollars pour se conformer à sa nouvelle allocation stratégique qui tient compte de l'allongement de l'horizon de gestion du FRR. Aucune cession n'a été réalisée sur les mandats small cap France (ni sur aucun autre mandat d'actions) pour lesquels le FRR a souhaité préserver les encours sous gestion.

Au 31/12/2024, sur l'ensemble des fonds et des mandats, hors produits dérivés et en incluant les produits monétaires, 75,3 % des investissements du FRR se font en Europe (dont 31 % en France). Concernant la répartition des investissements du FRR en France, 34 % proviennent des investissements en non cotés, 34 % proviennent des obligations cotées, 16 % des actions cotées, 12 % des OPC monétaires et enfin 3,6 % de la gestion Overlay.

Investissements dans l'économie française

en proportion de l'actif total du FRR



Sur les 14 % de l'allocation du FRR investis en non coté, près de 10,7 % sont investis en France (2,2 Md€) au 31/12/2024, dont 72 % en capital (soit 1,56 Md€) contre 28 % (soit 614 M€) en dette

Un soutien significatif à l'économie française : à la rencontre des entreprises

Les fournisseurs d'indices

Depuis avril 2021, le FRR a intégré à son panel de stratégies smart beta le modèle développé par la fintech française Equity GPS. Cette société fondée en 2012 propose un système-expert innovant qui évalue quotidiennement la valorisation et la dynamique des perspectives financières de près de 7000 sociétés cotées dans le monde, représentant plus de 90 % de la capitalisation boursière mondiale. Ce processus permet d'identifier les poches d'inefficacités du marché grâce à une méthodologie systématique et objective.

Le modèle repose sur des bases académiques solides, et utilise une méthodologie objective, en intégrant des données historiques de 30 ans. Son processus automatisé collecte, modélise et exploite plus de 300 millions de données financières, restituées sous forme de notations et graphiques accessibles chaque jour.

Pour capitaliser sur l'expertise d'Equity GPS, le FRR a demandé la création d'une solution de type smart beta permettant d'optimiser le score Equity GPS moyen d'un portefeuille d'actions Zone Euro Large & Mid. Cette solution sophistiquée intègre des contraintes de liquidité et de turnover, ainsi que des objectifs de décarbonation et d'écart de suivi avec la référence pondérée par les capitalisations. Pour développer cette stratégie, Equity

GPS a engagé un partenariat avec le fournisseur d'indice français Fair Cost Index pour s'acquitter des modalités liées à la valorisation de l'indice et au suivi opérationnel. Ce fournisseur, agréé par l'ESMA, produit des indices actions mondiaux personnalisables présentant des méthodologies transparentes, sans biais, et à faibles coûts.

Depuis 2021, 205 M€ ont été investis sur cette stratégie développée par Equity GPS et la surperformance par rapport au benchmark pondéré par les capitalisations est estimée à près de 13,5 % à fin 2024 dont plus de 6,2 % sur la seule année 2024.

Les actions cotées de petites capitalisations

À fin 2024, les petites capitalisations françaises, présentes dans plusieurs mandats ou fonds détenus par le FRR (mandats de petites capitalisations françaises et européennes, poche cotée des fonds de place Novi 1&2 principalement) représentent un encours de l'ordre de 590 M€, soit 2,9 % des actifs globaux du FRR. En complément, près de 370 M€ sont également investis sur des petites capitalisations européennes, ce qui porte les encours sur cette catégorie d'actions à près de 950 M€, soit un équivalent de 4,7 % des actifs du FRR.

VISITE DU SITE INDUSTRIEL TRIGANO VDL À TOURNON SUR RHÔNE

UNE AUTRE MANIÈRE DE CONNAÎTRE LES SOCIÉTÉS COTÉES DES MANDATS DE PETITES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

Le FRR accompagne les PME ETI françaises via, entre autres supports, des mandats dédiés de gestion responsable d'actions de petites et moyennes capitalisations cotées depuis maintenant plus de 10 ans. Par ce biais, le FRR est actionnaire de sociétés sur le long terme, et Trigano est une de celles présentes historiquement dans les portefeuilles depuis 2014.

Cette société a été fondée en 1935 par Édouard Trigano, initialement spécialisée dans la fabrication de tentes. Elle a ensuite accompagné l'essor du tourisme post seconde guerre mondiale et s'est diversifiée à partir des années 60/70 dans les véhicules de tourisme, tout d'abord les caravanes, puis les camping-cars à partir de 1984. Elle produit aujourd'hui sous plusieurs marques pour servir plusieurs niveaux de gamme (Challenger, Chausson, CaravelAir, Sterckeman, Adria, Rubis ou Rimor).

Trigano est présente dans 14 pays, emploie 10 500 employés et génère 3,5 Md€ de chiffres d'affaires pour un résultat net de 308,30 M€ (données à fin 2023). Introduite en bourse en 1998 par son PDG actuel François Feuillet, la société est aujourd'hui détenue à 58 % par la famille Feuillet, le solde en flottant. L'entreprise s'est développée principalement par croissance externe.

Amiral Gestion, un des gestionnaires du FRR, entretient sa connaissance de long terme des entreprises qu'il finance. Une délégation du FRR s'est rendue en décembre 2024 sur la plus importante unité de production de véhicules en Europe, Trigano VDL, filiale du groupe Trigano. Située au cœur des vignobles de la vallée du Rhône en Ardèche, à Tournon sur Rhône, ce site est le 1er pôle industriel du groupe, suivi par l'Italie, la Slovénie et bientôt l'Espagne dédié à la fabrication de vans, un des axes stratégiques de développement à court terme du groupe.

Le site de production des caravanes et camping-car s'étend sur un domaine de 200 000 m² dont 50 000 couverts. Ce site produit à lui seul 6 000 véhicules sur les 13 000 vendus annuellement. Il emploie 850 personnes quasiment à 100 % en CDI.

Ce site comporte deux activités distinctes : l'une dédiée à la fabrication des panneaux « sandwich » et planchers qui sont la structure des véhicules et dont l'activité est organisée en 3x8 heures sur 5 journées voire 7 selon les besoins. La seconde consiste en 4 lignes de production (2 pour les caravanes, et 2 pour les camping-cars). Au global, cette activité fait appel à 1 000 fournisseurs et utilise environ 6 000 composants distincts.

Les aspects ESG sont très bien intégrés dans le langage des intervenants et cette visite a permis d'en constater les mises en œuvre pratiques.



VUE AÉRIENNE DU SITE DE TRIGANO À TOURNON SUR RHÔNE

Ainsi, sur le volet social:

- afin de les maintenir à niveau, les personnels sont formés tous les ans, notamment pour la conduite d'engins et les interventions sous tension et également pour les maintenir à niveau. Un campus Trigano existe afin de pouvoir étendre la gamme de services du groupe grâce à la formation, tout comme faciliter la formation des nouveaux arrivants.
- un projet d'entreprise « PACTE » (Projet Amélioration Continue par le Travail en Équipe) est en place qui a permis de réaménager certains ateliers pour améliorer les conditions de travail: la visite a permis de constater que les personnels œuvrant sur les parties hautes des véhicules circulaient dorénavant sur des plateformes surélevées qui ont récemment remplacé les esca-beaux.
- la société encourage la polyvalence des collaborateurs dont les expertises sont fichées afin de cibler les personnes les plus adéquates à intervenir en cas d'absence, de manière à ne pas interrompre la ligne de production.

Sur le volet environnement: plusieurs mesures ont été mises en place:

- l'engagement de limiter les consommations en gaz et en électricité, par l'installation de portes rapides dans les ateliers, de fenêtres à double vitrage dans les bâtiments administratifs, par le remplacement des néons traditionnels par des gammes à diodes et la pose de détecteurs de présence
- les déchets de la chaîne de production sont valorisés ou recyclés par des filières de retraitement spécifiques.
- la consommation d'eau est optimisée (par exemple, les tests d'étanchéité des véhicules produits sur place utilisent une grande quantité d'eau qui est recyclée pour les tests suivants afin de limiter l'impact de consommation de cette ressource naturelle)
- des contrats avec des fournisseurs locaux se multiplient comme pour les huisseries vitrées des véhicules.

La visite s'est clôturée par la présentation du 1er camping-car hybride produit au monde: l'ElectriX vendu sous les marques du groupe Trigano Chausson et Challenger. Ce véhicule, commercialisé depuis quelques mois, a demandé de nombreuses évolutions qui vont au-delà des sujets de la motorisation et concernent surtout la nécessité d'adaptation des équipements du véhicule de loisir (pôle cuisine et plaques de cuisson, roues, ...).

Ce type de visite renforce la confiance entre les parties, autorise des questions de manière plus approfondie qu'en séance de presse lors des publications de résultats, et permet d'aborder également les perspectives stratégiques d'une entreprise ou encore sensibiliser davantage aux sujets ESG les dirigeants de petites sociétés.



CAMPING-CAR HYBRIDE
ELECTRIX, VU SUR LE SITE
DE TOURNON SUR RHÔNE

Capital investissement

Fin 2024, un nouveau fonds de financement en capital investissement labellisé « Tibi », géré par la société ISAI, a été sélectionné.

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

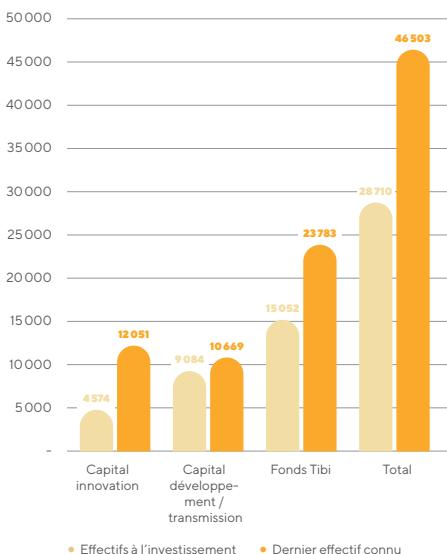
Cet accompagnement en capital permet de renforcer les entreprises sur leurs marchés

et de soutenir leur développement notamment à l'international. Cela participe ainsi à la création d'emplois et favorise l'émergence de champions nationaux.

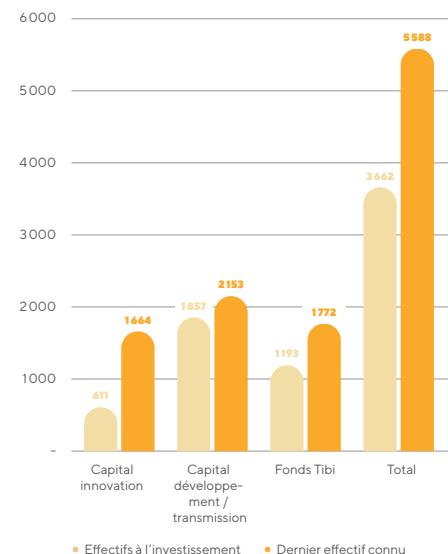
Ainsi, au total à fin 2024, plus de 1,4 Mds€ d'engagements ont été réalisés dans des fonds de capital investissement sur les segments du capital-transmission, du capital-innovation, et du capital-développement ciblant des sociétés françaises soutenant ainsi leur développement et la création d'emplois en France.

Ces programmes ont permis la création d'emplois, quantifiés ci-dessous depuis la date d'investissement des véhicules et à fin 2023 :

Évolution des effectifs depuis l'entrée au capital



Évolution de la QP FRR des effectifs depuis l'entrée au capital



Ces créations d'emplois se sont matérialisées par le biais des différents investissements. Ainsi par exemple, depuis l'entrée au capital d'Omnes en février 2023, Jimmy Energy, citée plus haut, a créé 70 emplois. C'est le cas aussi concernant MPH Énergie qui a vu ses effectifs progresser de 144 à 230 personnes depuis l'entrée au capital en mai 2021 d'Isatis Capital.

À noter qu'en plus de ces programmes d'investissement direct en capital investissement, le FRR investit également via des fonds de fonds

Participation aux fonds de place NOV

En 2020, à la suite de la première crise de la Covid, le FRR a participé à une initiative de place qui a eu pour objectif de soutenir l'économie française à travers 2 axes : la souveraineté dans le domaine de la santé, avec le fond de capital investissement Nov Santé et le soutien au secteur du tourisme français avec le fonds Nov Tourisme plus orienté vers des investissements mélan-geant des fonds propres et des quasi-fonds propres.

L'objet économique de ces fonds étant d'accompagner la croissance et le déve-loppe-ment des entreprises de ces secteurs à travers des investissements en capital et en quasi-fonds propres minoritaires, avec toutefois des nuances contextuelles, « l'initiative Tourisme » s'inscrivait dans un objectif de soutenir d'un secteur sinistré, là où l'initiative santé était de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soin, la biotechnologie.

Ainsi, la réalisation des investissements est conditionnée à des objectifs sur le plan de la souveraineté sanitaire dont l'absence a été cruellement mise en lumière au début de la crise sanitaire : une contrainte forte du projet Santé, est que la cession des investissements soit priorisée avec une préférence nationale et justifiée par le gestionnaire afin de limiter le risque de vente à un partenaire étranger.

Les 2 fonds NOV auxquels le FRR a parti-cipé ont pour l'instant permis une création nette de 1267 emplois pour le fonds Nov Tourisme et de 595 emplois pour le fonds Nov Santé au 31 décembre 2023.

Le fonds Nov tourisme est désormais en période d'amortissement alors que le fonds Nov Santé est toujours en période d'investissement. Enfin, ces 2 fonds font état d'engagements ESG significatifs qui peuvent être illustrés avec un exemple d'investissement pour chacun d'eux :

Nov Tourisme : investissement dans Paris Expérience Groupe



PARIS EXPÉRIENCE GROUP:
BATEAU DE CROISIÈRE ÉLECTRIQUE LE PARIS

Fin 2024, le fonds Nov Tourisme a finalisé la deuxième sortie de son portefeuille, avec la cession de sa participation dans PEG (Paris Expérience Groupe) à un acteur stratégique : le Groupe ADP (Aéroports de Paris).

Paris Expérience Group propose des visites de musées et monuments histo-riques, des circuits touristiques dans la ville de Paris et des excursions en Île-de-France et en régions, des déjeuners et dîners croisières et des événements priva-tifs sur la Seine. Le fonds Nov Tourisme a investi en capital dans l'entreprise en 2021, aux côtés des actionnaires historiques. L'objectif était, par des investissements de croissance, d'établir l'acteur de référence du tourisme durable à Paris.

De fait, le groupe a réussi une transformation en profondeur de son modèle économique et a considérablement renforcé son équipe de management et ses investissements. Le bateau « Noti-club » a ainsi ouvert ses portes au pied de la Tour Eiffel, avec une proposition haut de gamme de restauration, privatisation, animations à quai et balades à bord de bateaux électriques. La réussite de cette transformation, créatrice de valeur stratégique, a ainsi suscité l'intérêt d'un acquéreur industriel, validant la pertinence et la réussite des objectifs définis au moment de l'investissement du fonds Nov Tourisme.

Le groupe a également mis en place une politique ESG volontariste, notamment sur la thématique de la décarbonation des modes de transport employés. Il a ainsi publié un plan d'actions détaillant ses ambitions en matière de durabilité, d'inclusion et de compétitivité locale, décliné en objectifs chiffrés. Ces objectifs font l'objet d'une revue au sein de comité de pilotage RSE mis en place depuis 2022 au sein des instances de gouvernance. Sur cette base, l'électrification de la flotte a été largement engagée, et l'offre d'excursions bas carbone renforcée. L'indice d'égalité homme/femme a également progressé, pour s'établir à 96/100. Enfin, en droite ligne avec les objectifs de durabilité promus par Montefiore Investment, un mécanisme d'association à la création de valeur des salariés actionnaires a été mis en place.

Nov Santé : Groupe Novair

Fondé en 1977, Novair est un groupe familial français reconnu mondialement pour ses solutions innovantes de production d'azote et d'oxygène sur site. À partir de l'air ambiant, les générateurs Novair séparent les gaz de l'air, permettant la production d'azote et d'oxygène directement sur le site où ces gaz sont consommés. L'application principale est l'hôpital, où la maîtrise de la chaîne d'approvisionnement en oxygène est essentielle dans de nombreux pays, tout en participant à un impact carbone positif, puisque cette solution supprime le transport routier d'oxygène. L'oxygène et l'azote sur site sont par ailleurs utilisés dans de nombreuses autres industries (découpe laser, traitement des eaux, etc.), où Novair est présent.

Avec des sites de production et des centres de R&D en France, en Italie, et aux États-Unis, Novair équipe plus de 4 500 utilisateurs dans 150 pays.

Dans un effort constant d'innovation, le groupe s'est récemment associé à la société américaine American Oxygen, spécialisée dans les technologies de séparation des gaz à base de céramique. Ce partenariat stratégique a pour ambition de lancer, dès 2025, une innovation majeure : le générateur d'oxygène ionique. Ce nouvel équipement, initialement co-développé avec la NASA pour des applications spatiales, produit de l'oxygène ultra pur (> à 99,99 %), qui ouvre le champ d'applications à des industries de pointe, telles que laboratoires de recherche, aéronautique et défense, en plus du secteur de la santé. Ce générateur de nouvelle génération, est totalement silencieux et fonctionne sans aucune partie mouvante, notamment sans compresseur, réduisant très fortement les besoins de maintenance.



GÉNÉRATEURS D'OXYGÈNE MÉDICAL NOVAIR

Le générateur d'oxygène ionique ION de Novair se distingue par son impact social et carbone remarquable: en produisant de l'oxygène ultra-pur sur site, il supprime les livraisons par camion, réduisant ainsi drastiquement les émissions de CO₂ liées au transport, tout en offrant une solution économique en énergie grâce à sa technologie ionique innovante. Sur le plan social, il garantit un accès fiable et autonome à l'oxygène médical, essentiel pour les hôpitaux, notamment dans les zones isolées ou en crise, améliorant la résilience des soins de santé et soutenant les populations vulnérables, comme lors de déploiements humanitaires en Inde ou en Ukraine. Cette double contribution en fait une innovation exemplaire alliant décarbonation et progrès social.

La dette privée

Le FRR est engagé à hauteur de 1726 M€ en dettes privées, principalement à travers une sélection de fonds, mais également avec quelques mandats. Cet engagement est en baisse compte tenu de la liquidation progressive des premiers fonds dans lesquels le FRR a investi.

Les investissements en dettes privées sont divisés en investissements à travers des fonds de dettes senior (dont des fonds d'unitranches) et en fonds de dettes mezza-

nines. La totalité des fonds de dettes senior sont en période de d'investissement et un certain nombre de ces véhicules ont été liquidés en 2024. Le programme de fonds mezzanines ayant été lancé plus tardivement certains des fonds sont toujours en période d'investissement.

Le FRR a ciblé des fonds très majoritairement investis dans l'économie française (environ 80 %), principalement dans des dettes senior (70 % de la dette privée du portefeuille), sinon dans des dettes mezzanines. Le portefeuille de dette privée est constitué à 70 % d'opérations à taux variables, 65 % des opérations sont associées à des sûretés.

Infrastructures

Le FRR est engagé à hauteur de 615 M€ en Infrastructures, uniquement via la sélection de fonds.

Fin 2024, deux nouveaux fonds de financement en capital des Infrastructures ont été sélectionnés, parmi lesquels le 5^e millésime de Rgreen Invest, Infragreen V.



ÉLÉMENTS
FINANCIERS

COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2024 sont de 84,10 M€ contre 92,20 M€ en 2023.

Parmi les coûts du FRR, les dépenses telles que les frais de personnel, les coûts immobiliers, l'informatique et les frais généraux constituent l'enveloppe limitative du FRR. Celle-ci s'est élevée à 17,84 M€, en hausse par rapport à 2023 et représente 21 % des charges contre 17 % à l'exercice précédent. Ces coûts sont décorrélés de l'encours sous gestion et représentent environ 8,6 points de base de l'actif net. L'essentiel de la hausse provient de renforts de production lié à l'implémentation de l'outil front ton back courant 2024.

Le montant de l'enveloppe évaluative du FRR est de 66,23 M€, cette dernière est principalement constituée de commissions de gestion à hauteur de 70 % des coûts d'exploitation de l'exercice. En 2024, 18,21 M€ de frais de surperformance ont été versés du fait de l'arrivée à échéance des mandats de gestion active intitulés petites capitalisations Europe, petites capi-

talisations France et petites capitalisations américaines. Au 31 décembre, l'ensemble des frais in fine restant dus au titre des mandats des gestions non encore échus est évalué à 19,73 M€. Cette estimation est en baisse d'environ 36 % par rapport à 2023, en raison essentiellement des commissions versées au cours de l'exercice.

Pour rappel, afin de faciliter la lecture des états financiers, 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 rendues par la Caisse des dépôts dans le cadre de la convention qui lie les deux établissements. Après l'entrée en application des tarifs de conservation actuels en 2023, ceux-ci tendent à se stabiliser (7,13 M€ contre 6,96 M€ en 2023).

PRINCIPAUX ÉLÉMENTS COMPTABLES

Synthèse financière et comptable

Le résultat de l'exercice 2024 s'élève à 1192 M€, en hausse par rapport au résultat bénéficiaire de 1007 M€ enregistré en 2023.

Les actifs financiers, incluant les valeurs mobilières et les disponibilités, atteignent 20,4 Md€, montrant une stabilité par rapport à 2023 où ils s'élevaient à 20,8 Md€.

Les écarts d'estimation inscrits au bilan reflètent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts positifs, qui s'élèvent à 1664 M€ au 31 décembre 2024, ont progressé de 101 M€ par rapport à 2023 (1563 M€).

Le résultat financier pour 2024 est positif, atteignant 1262 M€, après un résultat financier de 1073 M€ en 2023.

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 545,4 M€, en hausse par rapport à 515,5 M€ en 2023.

Les opérations de change affichent un résultat négatif de -46,1 M€, alors qu'elles avaient généré un résultat de 175,6 M€ au 31 décembre 2023.

Les instruments financiers à terme enregistrent un gain de 191,3 M€, en baisse par rapport à 207,1 M€ en 2023.

Les cessions d'instruments financiers génèrent un bénéfice de 640,2 M€, marquant une forte progression par rapport à 2023 (250,1 M€).

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est négatif, s'établissant à -98,7 M€, contre -106,5 M€ en 2023.

Bilan au 31/12/2024

ACTIF	2024			2023
	BRUT	AMORTISSEMENT	NET	NET
ACTIF IMMOBILISÉ				
Immobilisations incorporelles				
Autres immobilisations incorporelles	7 637 176,44	-6 381 864,37	1 255 312,07	1 117 604,27
Immobilisations corporelles				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	0,00	0,00
TOTAL I	7 649 888,75	-6 394 576,68	1 255 312,07	1 117 604,27
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation				
Créances diverses	318 136,88		85 393,34	85 393,34
Instruments financiers				
Actions et valeurs assimilées	4 331 189 561,78		4 314 904 309,74	4 314 904 309,74
Obligations et valeurs assimilées	7 842 164 969,62		9 108 923 538,58	9 108 923 538,58
Titres de créances négociables	852 005 713,85		666 325 474,24	666 325 474,24
Organismes de placements collectifs	6 891 692 388,08		6 297 840 360,35	6 297 840 360,35
Disponibilités	514 466 176,02		532 175 135,70	532 175 135,70
Charges constatées d'avance	0,00		0,00	0,00
TOTAL II	25 803 344 801,15	0,00	25 803 344 801,15	26 369 849 512,60
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	25 810 994 689,90	-6 069 584,48	25 804 600 113,22	26 715 325 599,55

PASSIF

	2024	2023
CAPITAUX PROPRES		
Dotations	1742 655 311,70	1742 655 311,70
Réserves	2 731 742 432,27	1724 340 245,55
Écart d'estimation	1664 230 068,15	1562 956 519,43
Résultat de l'exercice	119 150 1285,76	100 740 2186,72
TOTAL I	7330 129 097,88	6 037 354 263,40
DETTES		
Dettes financières		
Dette CADES - 1 an	1450 000 000,00	2100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	11 600 000 000,00	13 050 000 000,00
Dettes d'exploitation	35 995 728,40	46 401 964,29
Dettes diverses		
Instruments financiers	27 209 884,91	11 083 082,35
Opérations de change	5 349 808 762,92	5 451 579 874,09
Instruments financiers à terme	11 456 639,11	18 906 415,42
Produits constatés d'avance	0,00	0,00
TOTAL II	18 474 471 015,34	20 677 971 336,15
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	25 804 600 113,22	26 715 325 599,55

Compte de résultat au 31/12/2024

CHARGES

	2024	2023
CHARGES D'EXPLOITATION		
Services extérieurs	82 575 205,19	90 800 328,65
Rémunération sociétés de gestion	57 732 395,63	
Gestion administrative CDC	22 463 664,00	
Autres	23 791 45,56	
Impôts et taxes et versements assimilés	81 758,36	90 685,72
Taxe sur les salaires	81 758,36	
Charges de personnel	108 3959,32	999 809,42
Salaires et traitements	792 318,99	
Charges sociales	29 1640,33	
Dotations aux amortissements	324 992,20	277 152,00
Dotations aux amortissements	324 992,20	
TOTAL I	84 065 915,07	84 065 915,07
CHARGES FINANCIÈRES		
Charges financières	1048 251 562,30	1530 457 417,64
Pertes de change	285 975 696,77	
Charges sur instruments financiers à terme	155 913 721,94	
Charges sur cession d'instruments financiers	415 289 344,92	
Charges sur options	183 213 791,09	
Autres charges financières	7859 007,58	
TOTAL II	1048 251 562,30	1048 251 562,30
CHARGES EXCEPTIONNELLES		
Charges exceptionnelles	0,00	0,00
Sur opérations de gestion	0,00	
TOTAL III	0,00	0,00
Résultat de l'exercice	119 150 1285,76	100 740 2186,72
TOTAL GÉNÉRAL	2 323 818 763,13	2 630 027 580,15

PRODUITS

PRODUITS		2024	2023
PRODUITS D'EXPLOITATION			
Services extérieurs		13 390 377,32	26 068 393,52
Autres		13 390 377,32	
TOTAL I		13 390 377,32	26 068 393,52
PRODUITS FINANCIÈRES			
Produits financiers		2 310 205 321,33	2 603 792 184,64
Revenus		545 382 568,86	
Gains de change		239 834 736,49	
Produits sur instruments financiers à terme		347 197 699,23	
Produits sur cession d'instruments financiers		1 055 502 170,56	
Produits sur options		84 528 409,01	
Autres produits financiers		377 597 37,18	
TOTAL II		2 310 205 321,33	2 603 792 184,64
PRODUITS EXCEPTIONNELS			
Produits exceptionnels		223 064,48	167 001,99
Sur opérations de gestion		223 064,48	
TOTAL III		223 064,48	167 001,99
TOTAL GÉNÉRAL		2 323 818 763,13	2 630 027 580,15

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2024

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 contrevaleur 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 les valeurs mobilières de placement le sont en frais inclus conformément à l'avis du CNC du 31 mars 2006.

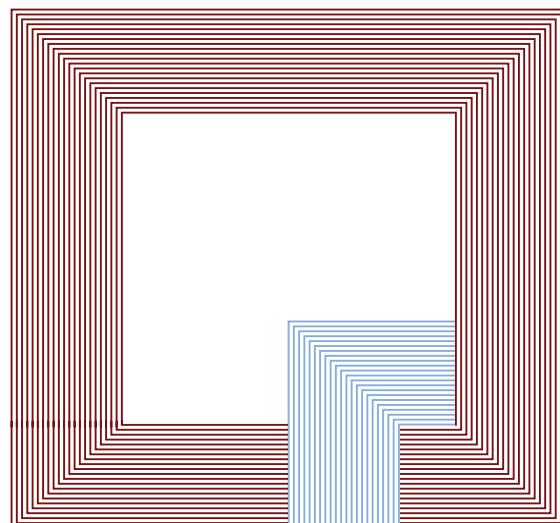
Il est fait application de la règle du PRMP (prix de revient moyen pondéré) pour le dégagement des plus ou moins-values sur valeurs mobilières, et de la règle FIFO (first in first out) pour les futures.

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 afférant 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 « Crédits » 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 « Crédits » 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.

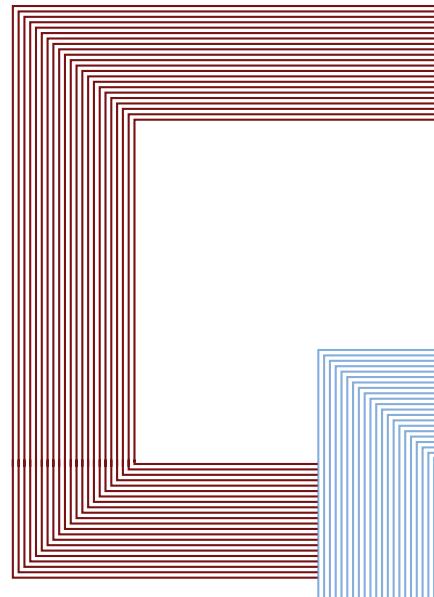
Les « Crédits » et « Dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie), primes sur options, et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).

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.



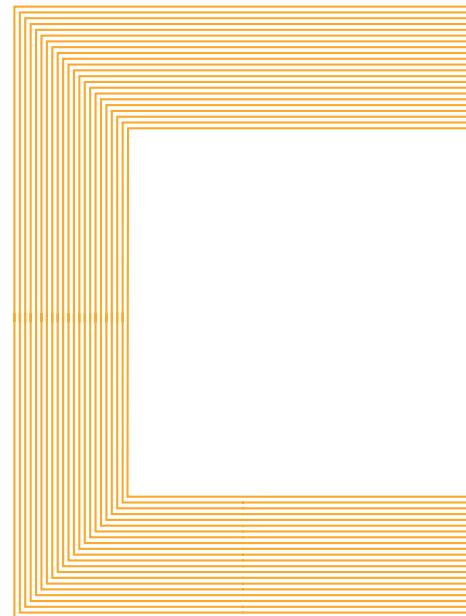
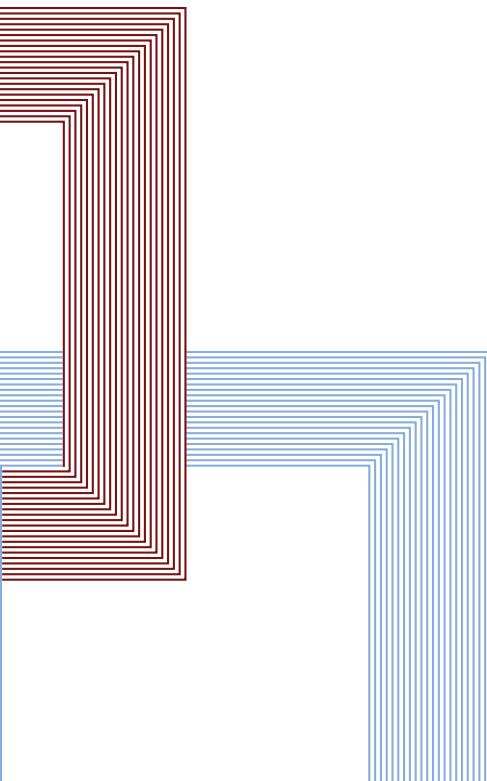
Faits marquants

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 11600 000 000,00 € 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

Tableau des immobilisations et des amortissements 2024

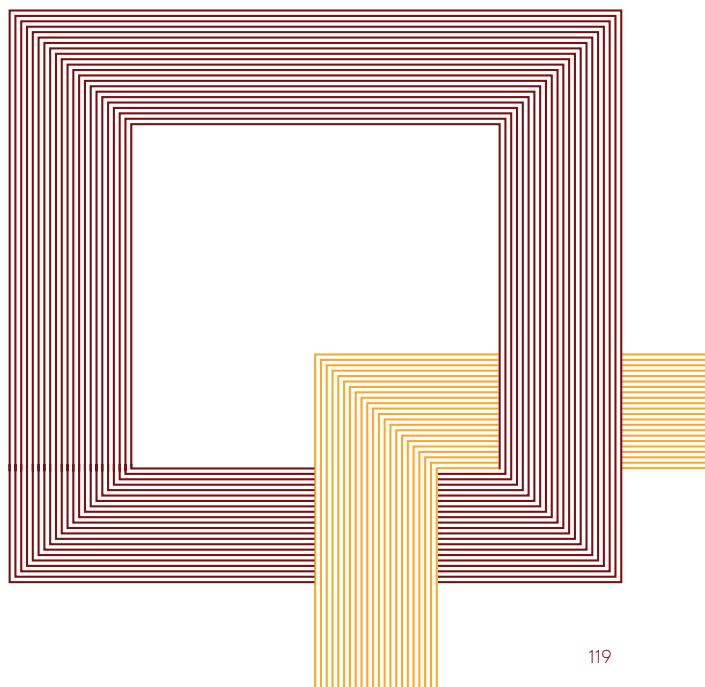
	VALEUR BRUTE AU DÉBUT DE L'EXERCICE	AUGMENTATION	DIMINUTION	VALEURS BRUTES À LA FIN DE L'EXERCICE
Immobilisations incorporelles	7173 476,44	550 000,00	-87 300,00	7 636 176,44
Prise de participation	1 000,00	0,00	0,00	1 000,00
I TOTAL	7 174 476,44	550 000,00	-87 300,00	7 637 176,44
Immobilisations corporelles	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
II TOTAL	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
TOTAL GÉNÉRAL	7 187 188,75	550 000,00	-87 300,00	7 649 888,75

AMORTISSEMENTS

	CUMULÉS AU DÉBUT DE L'EXERCICE	DOTATION	DIMINU- TION	CUMULÉS À LA FIN DE L'EXERCICE	VALEUR NETTE COMPTABLE
Immobilisations incorporelles	-6 056 872,17	-324 992,20	0,00	-6 381 864,37	1 254 312,07
Prise de participation	0	0	0,00	0,00	1 000,00
I TOTAL	-6 056 872,17	-324 992,20	0,00	-6 381 864,37	1 255 312,07
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0
II TOTAL	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
TOTAL GÉNÉRAL	-6 069 584,48	-324 992,20	0,00	-6 394 576,68	1 255 312,07

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

CRÉANCES	31/12/2024
Liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	3 341 246,81
Ventes en attente de règlement	12 612 921,49
Commissions / ristournes à recevoir	441 109,41
TOTAL	16 395 277,71
Liées aux opérations de change	
Achats à terme	570 264 621,48
Devises à recevoir à terme	4 568 745 415,67
Devises à recevoir au comptant	48 751,67
Déport	14 776 575,57
TOTAL	5 153 835 364,59
Liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	185 874 253,40
Marge à recevoir	5 528 921,26
Prime sur option	9 874 037,96
TOTAL	20 127 721,62



INSTRUMENTS FINANCIERS

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2024

INSTRUMENTS FINANCIERS	TOTAL NET D'IPA	IPA	TOTAL PORTEFEUILLE
ACTIONS			
Européennes zone euro			
Européennes zone euro	2 488 830 999,76		2 488 830 999,76
Européennes hors zone euro	221 488 201,33		221 488 201,33
Amérique	113 765 0715,11		113 765 0715,11
Asie hors Japon	0,00		0,00
Japon	483 219 645,58		483 219 645,58
	4 331 189 561,78		4 331 189 561,78
OBLIGATIONS			
Européennes zone euro			
Européennes zone euro	5 019 508 159,43		5 019 508 159,43
Amérique	2 822 656 810,19		2 822 656 810,19
	7 842 164 969,62		7 842 164 969,62
TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES			
Européens zone euro			
Européens zone euro	834 635 929,89		834 635 929,89
Amérique	17 369 783,96		17 369 783,96
	852 005 713,85	0,00	852 005 713,85
ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS			
OPCVM			
Européens zone euro			
Européens zone euro	4 811 965 657,18		4 811 965 657,18
Européens hors zone euro	0,00		0,00
Amérique	1769 411 794,20		1769 411 794,20
	6 581 377 451,38		6 581 377 451,38
AUTRES OPC			
Fonds de capital investissement			
Europe	15 023 514,00		15 023 514,00
Amérique	0,00		0,00
	15 023 514,00		15 023 514,00
OPC d'actifs non cotés			
Europe	295 291 422,70		295 291 422,70
	295 291 422,70		295 291 422,70
	310 314 936,70		310 314 936,70
	6 891 692 388,08		6 891 692 388,08
TOTAL GÉNÉRAL	19 917 052 633,33		19 917 052 633,33

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2024				
	VALEUR D'ACQUISITION	ÉCARTS D'ESTIMATION	COUPONS COURUS	VALEUR BILAN
Actions	3 803 696 775,69	527 492 786,09	0	4 331 189 561,78
Obligations	7 843 641 207,76	-111 293 889,76	109 817 651,62	7 842 164 969,62
TCN	837 577 302,26	5 266 010,69	9 162 400,90	852 005 713,85
Organismes de placements collectifs	5 560 140 751,05	133 155 1637,03		6 891 692 388,08
OPCVM	5 269 791 797,17	131 158 5654,21	0	6 581 377 451,38
Autres OPC	290 348 953,88	19 965 982,82	0	310 314 936,70
Fonds de Capital Investissement		15 023 514,00	0	15 023 514,00
OPC d'autres actifs non cotés	290 348 953,88	4 942 468,82	0	295 291 422,70
TOTAL	18 045 056 036,76	1753 016 544,05	118 980 052,52	19 917 052 633,33

	31/12/2023	31/12/2024
Actions	4 314 904 309,74	4 331 189 561,78
Obligations	9 108 923 538,58	7 842 164 969,62
TCN	666 325 474,24	852 005 713,85
Organismes de placements collectifs	6 297 840 360,35	6 891 692 388,08
OPCVM	5 876 906 233,11	6 581 377 451,38
Autres OPC	420 934 127,24	310 314 936,70
Fonds de Capital Investissement	32 720 218,64	15 023 514,00
OPC d'autres actifs non cotés	388 213 908,60	295 291 422,70
TOTAL	20 387 993 682,91	19 917 052 633,33

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2023	31/12/2024
< 3 mois	3,22 %	5,07 %
> 3 mois < 1 an	7,20 %	7,63 %
1 à 3 ans	19,32 %	15,30 %
3 à 5 ans	23,39 %	28,26 %
5 à 7 ans	20,42 %	19,49 %
7 à 10 ans	17,40 %	13,24 %
10 à 15 ans	2,91 %	1,52 %
> 15 ans	7,21 %	9,49 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2023	31/12/2024
Taux fixe	92,96 %	90,96 %
Taux indexé	0,00 %	0,00 %
Taux variable	7,04 %	9,04 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

DEVISE	ACTIONS	OBLIGATIONS	TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES	ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS			TOTAL
				OPCVM ¹¹	OPC ANC ¹²	LP ¹³ ET FCPR	
AUD							0,00
CAD							0,00
CHF	15 684 590,41						15 684 590,41
DKK	6 909 712,26						6 909 712,26
EUR	24 888 30 999,76	5 019 508 159,43	834 635 929,89	4 811 965 657,18	295 291 422,70	15 023 514,00	134 652 555 682,96
GBP	154 122 185,72						154 122 185,72
HKD							0,00
JPY	483 219 645,58						483 219 645,58
NOK	11 927 501,07						11 927 501,07
NZD							0,00
SEK	32 844 211,87						32 844 211,87
SGD							0,00
USD	113 765 0715,11	28 226 568 10,19	17 369 783,96	17 694 117 94,20			574 708 9103,46
					295 291 422,70	15 023 514,00	
TOTAL	433 118 9561,78	78 421 649 69,62	852 005 713,85	6 581 377 451,38		310 314 936,70	19 917 052 633,33
TOTAL	433 118 9561,78	78 421 649 69,62	852 005 713,85			6 891 692 388,08	19 917 052 633,33

11 · Dont Exchange Traded Fund

12 · Organismes de placements collectifs d'actifs non cotés

13 · Limited Partnership : Fonds de capital investissement

14 · IPA: Intérêt perçus d'avance

DISPONIBILITÉS

DEVISES	TOTAL
AUD	1865117,69
CAD	0,00
CHF	51124,32
DKK	11661,01
EUR	311467751,27
GBP	606754,24
HKD	1892919,05
JPY	29747102,26
NOK	850,30
NZD	0,00
SEK	5448,50
SGD	402723,72
USD	168414723,66
TOTAL	514 466 176,02

Compléments d'informations relatifs au passif

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS

CAPITAUX PROPRES	31/12/2023	AFFECTATION RÉSULTAT 2023	RÉSULTAT 2024	[+]	[+]	31/12/2024
Dotations	1742 655 311,70					1742 655 311,70
Réserves	1724 340 245,55	1007 402 186,72		1007 402 186,72		2731 742 432,27
Écarts d'estimation	1562 956 519,43			101273 548,72		1664 230 068,15
Résultat de l'exercice	1007 402 186,72	1007 402 186,72	1191 501 285,76	184 099 099,04		1191 501 285,76
SOUS-TOTAL	6 037 354 263,40	20 148 043 73,44	11 915 012 85,76	12 927 748 34,48		73 301 29 097,88
Dettes long terme	31/12/2023					31/12/2024
CADES + 1 an	13 050 000 000,00			14 500 000 000,00	11 600 000 000,00	
SOUS-TOTAL	13 050 000 000,00	0,00	0,00	0,00	14 500 000 000,00	11 600 000 000,00
TOTAL CAPITAUX PERMANENTS	19 087 354 263,40	20 148 043 73,44	11 915 012 85,76	12 927 748 34,48	14 500 000 000,00	18 930 129 097,88

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

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES

	2021	2022	2022	2024
Résultats de l'exercice	1563 780 179,09	-561 982 986,51	1007 402 186,72	1191 501 285,76

DETTES

ÉCHÉANCIER DE LA DETTE CADES

DETTES	TOTAL	- 1 AN	+ 1 AN	DONT 1 À 5 ANS	DONT + DE 5 ANS
Dette CADES	13 050 000 000,00	14 500 000 000,00	11 600 000 000,00	7 250 000 000,00	5 800 000 000,00

Compléments d'information relatifs au compte de résultat

CHARGES D'EXPLOITATION

	MONTANT
Services Extérieurs	82 575 205,19
<i>Gestion Administrative (Caisse des dépôts et consignations)</i>	22 463 664,00
<i>Rémunération des sociétés d'investissement</i>	57 732 395,63
<i>Autres services extérieurs</i>	2 379 145,56
<i>Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	1 368 438,53
Impôts et taxes	8 175 8,36
Personnel	10 839 59,32
Amortissements	3 249 92,20
TOTAL	84 065 915,07

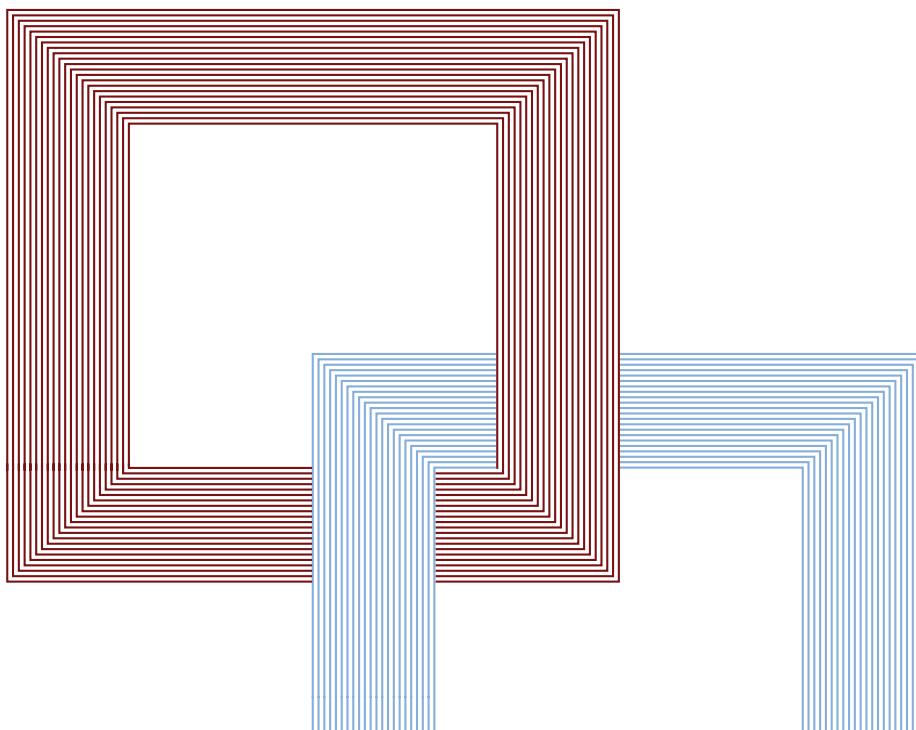
PRODUITS D'EXPLOITATION

	MONTANT
Services Extérieurs	13 390 377,32
<i>Autres services extérieurs</i>	13 390 377,32

Engagements hors bilan

CONTRATS DE CHANGE À TERME

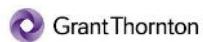
CODES DEVISES	DEVISE À RECEVOIR	%	DEVISE À LIVRER	%
AUD	0,00	0,00 %	1674508,95	0,30 %
CAD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
CHF	19355240,48	0,42 %	8761801,04	1,56 %
DKK	8350310,43	0,18 %	3342531,69	0,59 %
GBP	153028896,06	3,35 %	5555676,47	0,99 %
HKD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
JPY	5666008,46	0,12 %	228935642,67	40,63 %
NOK	10397790,39	0,23 %	680216,26	0,12 %
NZD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
SEK	29749499,25	0,65 %	2118655,81	0,38 %
SGD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
USD	4342197670,60	95,04 %	312359424,22	55,44 %
TOTAL	4568745415,67	100,00 %	563428457,11	100,00 %



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 2024

Forvis Mazars

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

Grant Thornton

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 2024

Aux membres du Conseil de Surveillance,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de Surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2024, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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

Fondement de l'opinion*Référentiel d'audit*

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

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

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1^{er} janvier 2024 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 du Conseil de Surveillance.

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

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

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

Les comptes annuels ont été soumis par le Directoire au Conseil de surveillance.

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 résultier 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

Forvis Mazars

Courbevoie, le 06 mars 2025

Grant Thornton

Neuilly-sur-Seine, le 06 mars 2025

DocuSigned by:

 Gilles Dunand-Roux : Mendiela

F03E23C213CF452...

Gilles DUNAND-

ROUX

Associé

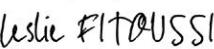
:

1E59489...

Jean-Luc MENDIELA

Associé

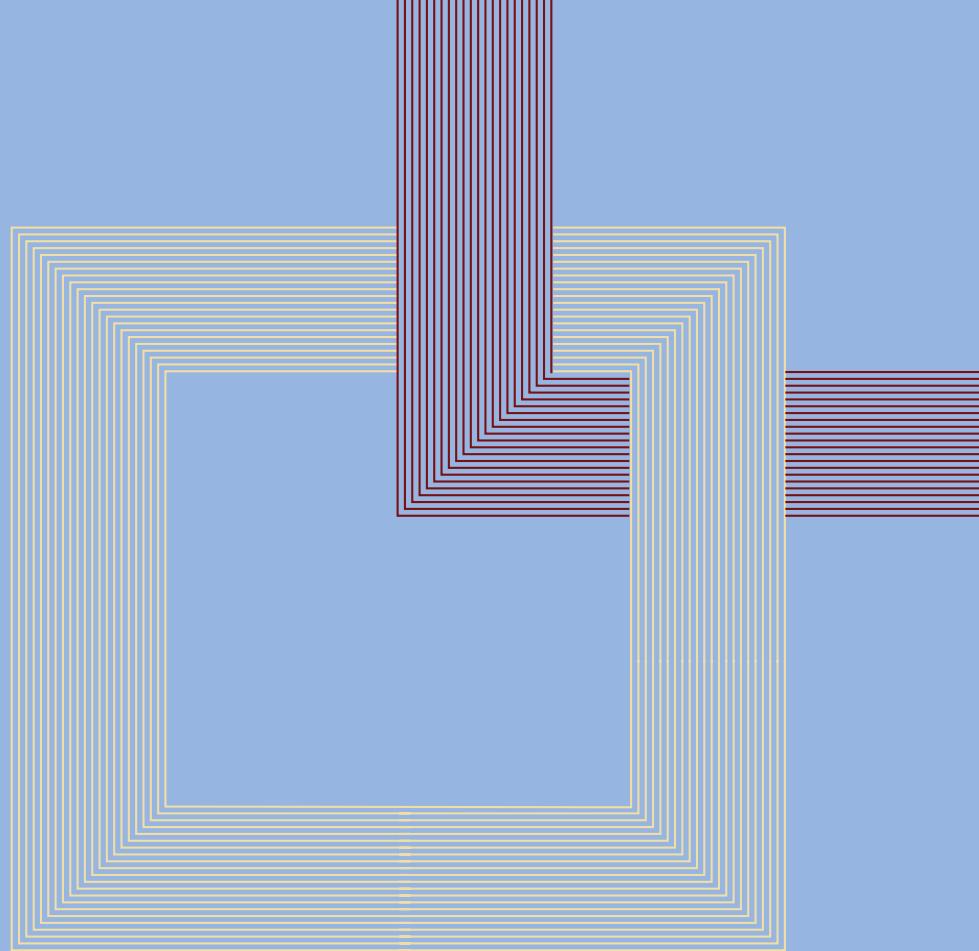
DocuSigned by:

 Leslie FITOUSSI

BEFF435B13924AF...

Leslie FITOUSSI

Associée

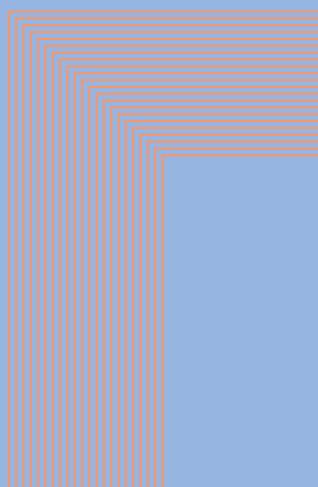


Création et réalisation :
Agence Luciole

Crédits photos :
Patrick Sordoillet

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

Juin 2025





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