

Rapport annuel 2016



Sommaire

- p. 02** Message du président du Conseil de surveillance et du président du Directoire
- p. 04** Chiffres clés
- p. 05** Le FRR dans son environnement économique
- p. 15** Performance du FRR
- p. 31** L'investissement socialement responsable au cœur de la gestion du FRR
- p. 41** Gestion et maîtrise des risques
- p. 46** Organisation et coûts
- p. 47** Les instances dirigeantes
- p. 48** Organigramme

Éléments financiers

- p. 51** Synthèse financière et comptable
- p. 52** Bilan au 31/12/2016
- p. 54** Compte de résultat au 31/12/2016
- p. 55** Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2016
- p. 71** Rapport général des commissaires aux comptes au 31 décembre 2016
- p. 72** Cartographie du portefeuille du FRR au 31 décembre 2016
- p. 75** Sociétés gestionnaires du FRR en 2016
- p. 77** Sociétés gestionnaires du FRR au 31 mars 2017
- p. 79** Appels d'offres en cours au 31 mars 2017

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



Alain Vasselle

Président du Conseil de surveillance

**Le FRR a bénéficié
de la gestion prudente
de son positionnement
sur les taux d'intérêt.**

2016 aura été une année très compliquée et paradoxale.

Très compliquée, car les marchés l'ont abordée avec de graves craintes économiques, dans le sillage d'un deuxième semestre 2015 marqué par l'angoisse d'une forte dévaluation du yuan et d'un ralentissement brutal de l'économie chinoise. La poursuite de l'effondrement des cours du pétrole et des matières premières était pour sa part perçue comme une manifestation de la faiblesse de l'économie chinoise et comme une lourde menace pour les marchés de la dette à haut rendement et pour les banques.

Paradoxale également, car les marchés se sont aussi vite rassurés qu'ils s'étaient inquiétés au sujet des scénarios économiques. La catastrophe ne s'est en effet pas produite. Les prix du pétrole et des matières premières ont vivement rebondi et entraîné la forte reprise boursière des secteurs de l'énergie, des matières premières et des valeurs financières. En outre, tous les scénarios politiques redoutés par les marchés se sont produits sans pour autant les affecter durablement. Le choc du Brexit a été résorbé sur les marchés en quelques semaines et l'élection de Donald Trump a été suivie, après un très court recul initial, d'une forte hausse des marchés actions américains. En fin d'année, le vote négatif au référendum italien, suivi de la démission du président du conseil Matteo Renzi, a très vite fait place à une forte orientation haussière des marchés actions de la zone euro.

L'évolution la plus fondamentale de l'année 2016 s'est toutefois produite sur les marchés de taux d'intérêt. Alors que les angoisses économiques

du début d'année poussaient les taux souverains vers de nouveaux points bas, une situation encore aggravée au lendemain du choc du Brexit, les taux obligataires souverains sont repartis à la hausse, d'abord modestement à partir de la fin de l'été, puis de façon spectaculaire à partir de l'élection présidentielle américaine. La victoire de Donald Trump le 8 novembre a été comprise comme la promesse d'un vigoureux programme de stimulation budgétaire et fiscale à travers d'ambitieux investissements dans le domaine des infrastructures et de fortes baisses d'impôts. Le spectre de la déflation mondiale, si obsédant au tournant de l'année 2016, a fait place en fin d'année à l'attente d'une reflation mondiale.

Dans ce contexte très agité, le FRR a bénéficié de la gestion prudente de son positionnement sur les taux d'intérêt et ses actifs en actions et dette à haut rendement ainsi qu'en dette des marchés émergents ont finalement enregistré des performances satisfaisantes, soulignant ainsi une nouvelle fois les vertus de la diversification du portefeuille de performance.

Le FRR a conclu des appels d'offres importants en 2016, en renouvelant les mandats de gestion de crédit de qualité en euros et en dollars pour un total de 9 milliards d'euros et en attribuant trois mandats de gestion passive actions avec intégration ESG.

La décarbonation de ses portefeuilles actions a été renforcée et, fin 2016, leur empreinte carbone se situe 28,9% en dessous de celle de l'indice représentatif de son allocation, marquant un nouveau progrès par rapport à 2015.

Le FRR a également décidé d'exclure les sociétés réalisant plus de 20 % de leur chiffre d'affaires ou de leur production d'énergie dans le charbon et a défini une politique d'exclusion complète du secteur du tabac, qui sera largement mise en œuvre dès 2017.

Enfin, le FRR a progressé dans l'engagement de l'enveloppe de 2 milliards d'euros consacrée à des investissements non cotés pour le financement de l'économie française, avec l'attribution de 600 millions d'euros de mandats en dette non cotée et en avançant dans les mandats de capital investissement.

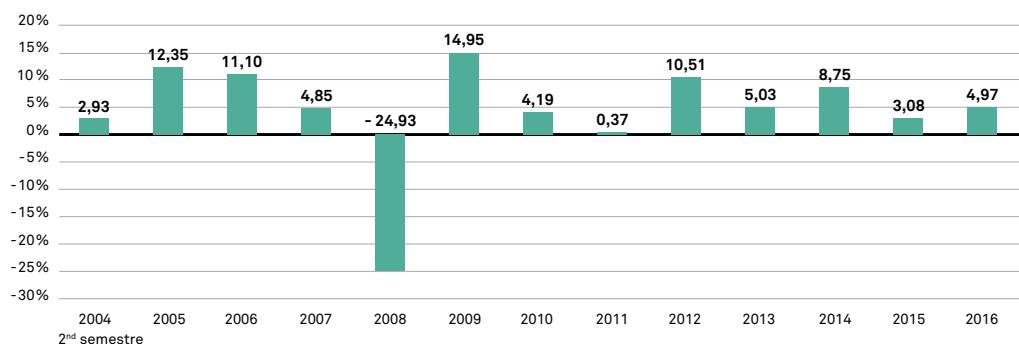
Fin 2016, l'empreinte carbone des portefeuilles actions du FRR se situe 28,9 % en dessous de celle de son allocation de référence.



Pierre-René Lemas
Président du Directoire

Chiffres clés

→ Performance annuelle nette du FRR



36,004

milliards d'euros

Montant des actifs du FRR
au 31/12/2016

+4,2%

Performance annualisée
de l'actif
depuis juin 2004

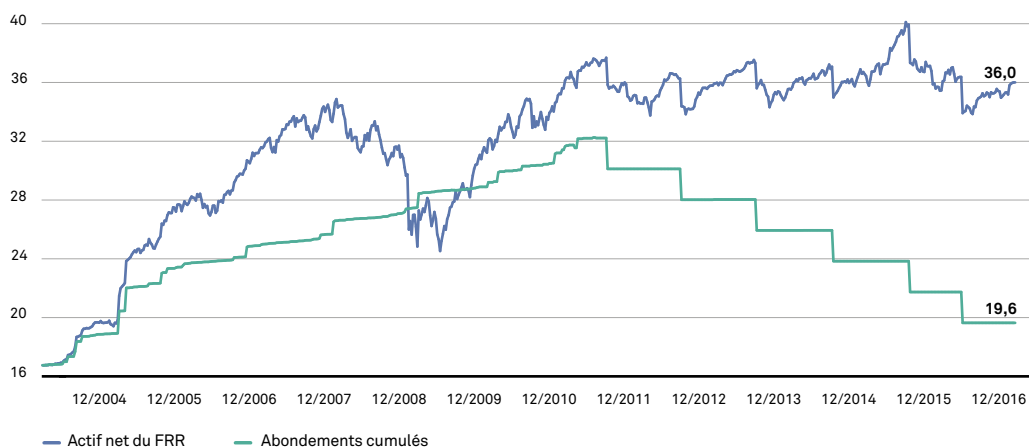
+5,4%

Performance annualisée
de l'actif
depuis décembre 2010*

+4,97%

Performance 2016 nette de frais

→ Évolution de l'actif net du FRR au 31 décembre 2016 (en milliards d'euros)



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

Le FRR dans son environnement économique

UNE SITUATION ÉCONOMIQUE STABILISÉE

Malgré un début d'année tumultueux marqué par des inquiétudes sur l'économie chinoise (craintes d'atterrissage brutal de l'économie ou « hard landing » et de dévaluation du yuan) et sur la situation des pays producteurs de matières premières, la croissance économique mondiale selon les prévisions s'élève finalement en 2016 à + 3,1 %, en très léger repli (- 0,1 %) par rapport en 2015 selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI).

Les pays développés enregistrent une progression de leur activité de + 1,6 % après + 2,1 % en 2015. Les pays émergents, quant à eux, connaissent un rythme de progression de l'activité stable, à + 4,1 %. Cette stabilisation de la croissance des pays émergents est une bonne nouvelle puisque cette dernière n'avait cessé de diminuer depuis 2010. Selon le FMI, elle devrait rebondir en 2017 pour atteindre un niveau estimé à 4,5 %.

→ Croissance annuelle du PIB : monde, pays développés et pays émergents de 1990 à 2016



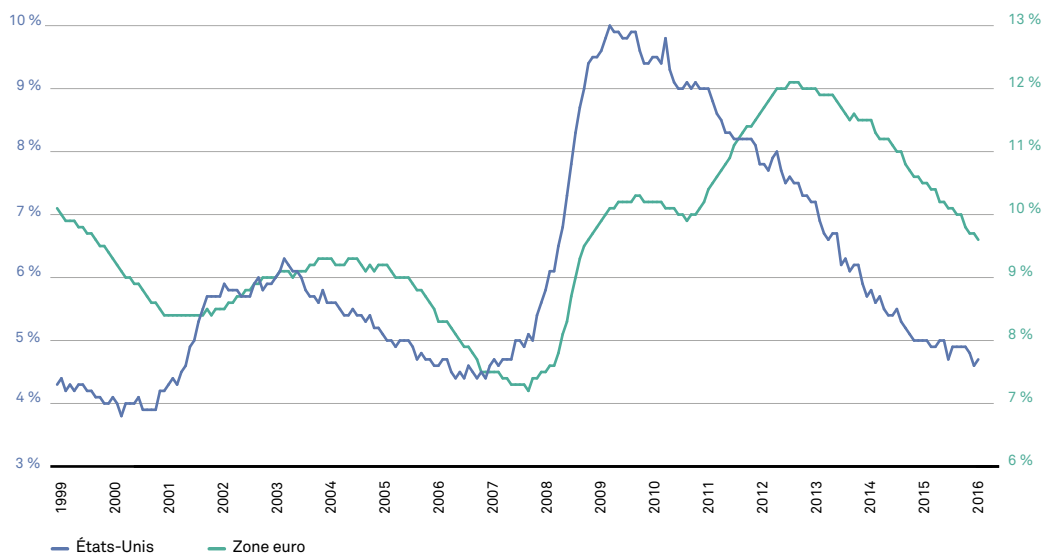
Source : Datastream, FMI.

Au sein des pays développés, la diminution du rythme de croissance provient en grande partie des États-Unis, qui ont connu un ralentissement assez marqué au cours du premier semestre. En effet, la première économie mondiale a souffert de l'appréciation passée du dollar (le billet vert ayant progressé de 17 % entre

mi-2014 et fin 2015), de la baisse de la demande provenant des pays émergents et de l'ajustement de l'industrie énergétique à la forte baisse des prix du pétrole.

Mais l'économie américaine a retrouvé de la vigueur au cours de la seconde partie de l'an-

→ Taux de chômage aux États-Unis et en zone euro depuis janvier 1999



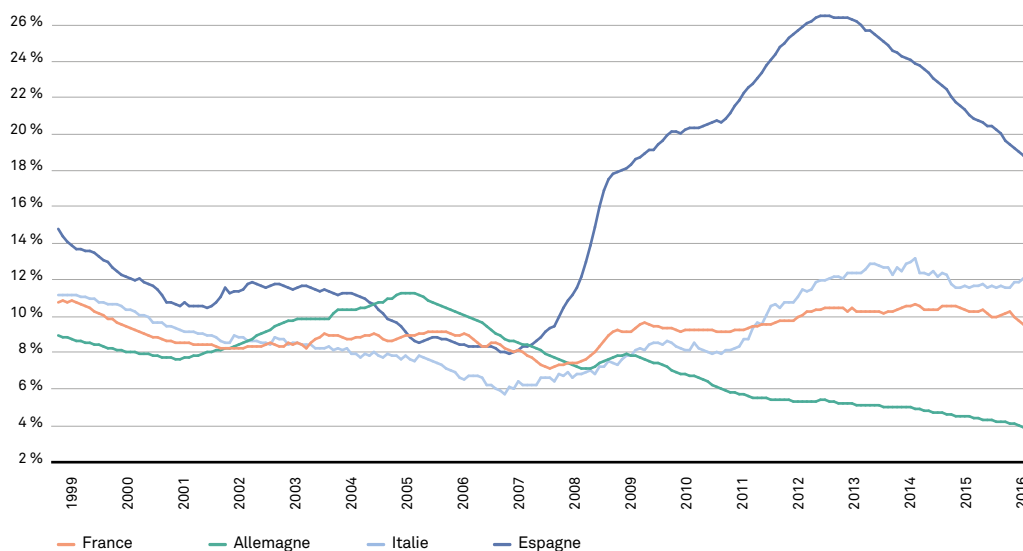
Source : Bloomberg.

née, portée notamment par une consommation des ménages très solide et un marché de l'emploi toujours en amélioration. En effet, le taux de chômage outre-Atlantique a atteint un niveau de 4,7 % de la population active à fin décembre 2016 (en baisse de 0,3 point sur l'année). Le marché du travail américain est désormais proche de son niveau d'avant crise : début 2007, le taux de chômage avait atteint un point bas de 4,4 %.

Sur l'ensemble de l'année 2016, la croissance américaine est estimée à + 1,6 % contre + 2,6 % en 2015.

De son côté, la zone euro a conservé un chemin de croissance compris entre 1,5 % et 2 % (+ 1,7 % en 2016), portée par la consommation des ménages et une reprise, certes encore modérée, de l'investissement des entreprises. La zone euro a continué de créer des emplois puisque le taux de chômage a diminué sur l'année de 10,5 % à 9,6 % de la population active. Depuis son pic de mi-2013 à 12,1 %, le taux de chômage est clairement orienté à la baisse, même si le marché du travail de la zone euro est encore loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant crise. Début 2008, le taux de chômage avait atteint un plancher de 7,2 %. La zone euro semble donc se situer au milieu de son cycle conjoncturel, en retard notamment par rapport aux États-Unis dont le marché du travail est probablement proche du plein emploi.

→ Taux de chômage des principaux pays de la zone euro depuis janvier 1999



Source : Bloomberg.

Cependant, les pays de la zone euro affichent des disparités importantes, à la fois sur le niveau du taux de chômage ainsi que sur son rythme de réduction.

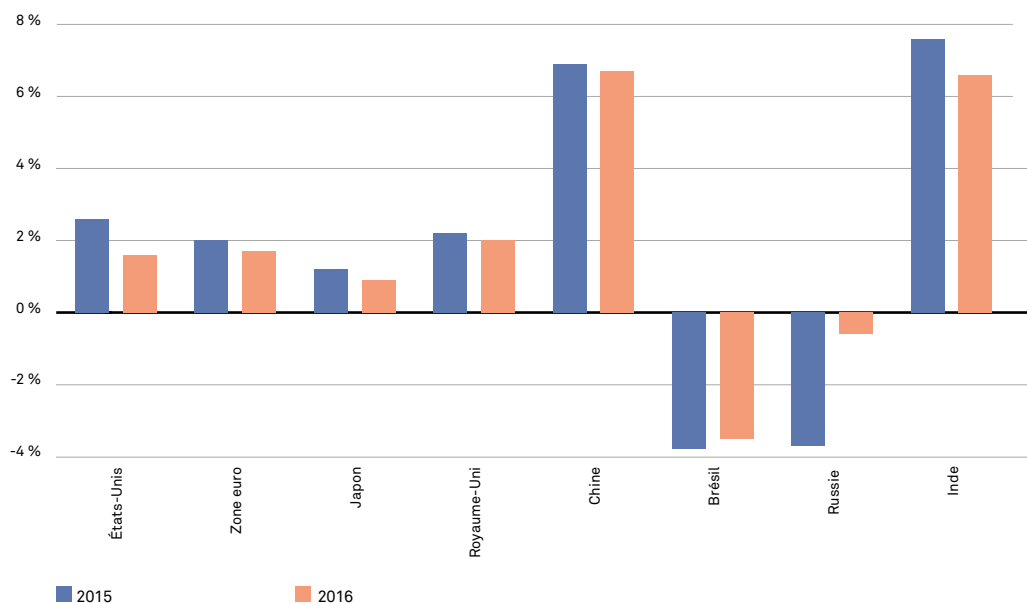
L'Allemagne a enregistré une réduction régulière de son taux de chômage et semble aujourd'hui proche du plein emploi avec un taux de 3,9 % de la population active. L'Espagne connaît un rythme d'amélioration rapide de son marché du travail, mais avec un taux de chômage encore très élevé de 18,4 %. Enfin, les marchés du travail italien et français n'ont pas encore connu de franche amélioration, même si le rythme de réduction du chômage semble s'être accéléré en France depuis le mois de septembre (taux de 9,6 %).

L'économie britannique enregistre en 2016, selon les estimations du FMI, une croissance de 2 %, en recul de 0,2 % par rapport à l'année précédente. Outre-Manche, l'événement marquant a été le référendum organisé le 23 juin sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne et le résultat en faveur de la sortie (Brexit). Ce vote ouvre une période d'incertitude politique, institutionnelle et également économique. L'activation de l'article 50 du traité de Lisbonne, qui précise les modalités d'un retrait volontaire et unilatéral de l'Union européenne ouvre une période de négociation de deux années pour entériner les conditions de sortie.

Les conséquences économiques et financières ont été pour l'instant limitées, seule la livre sterling ayant réagi violemment avec une chute de 10 % contre l'euro depuis le résultat du vote. Cette évolution est favorable pour les exportations britanniques, mais va entraîner une dégradation du pouvoir d'achat des consommateurs (hausse des prix des importations) dans les prochains mois. L'économie britannique devrait donc davantage souffrir des conséquences du Brexit en 2017, avec une croissance estimée à 1,5 % par le FMI.

La zone euro a conservé un chemin de croissance compris entre 1,5 % et 2 %, portée par la consommation des ménages et une reprise de l'investissement des entreprises.

→ Croissance annuelle du PIB en 2015 et 2016



Source : Bloomberg.

Au sein des pays émergents, la croissance de la Chine diminue légèrement mais à un rythme toujours supérieur à 6,5 % (+ 6,7 % en 2016 après 6,9 % en 2015). La deuxième économie mondiale fait face à de nombreux défis structurels : transformation d'un modèle économique basé sur l'investissement et les exportations

vers un modèle basé sur la consommation et les services (avec une montée en gamme de son industrie), des capacités de production excessives, un endettement élevé des entreprises ainsi qu'un marché immobilier qui donne des signes de surchauffe.

→ Chine : variation annuelle des réserves de change (en milliard de dollars)



Source : Bloomberg.

Mais le gouvernement chinois dispose de ressources financières importantes pour mener à bien les réformes nécessaires. Le recours à une politique fiscale plus ambitieuse en 2016 a permis à l'économie chinoise de rester sur un sentier de croissance proche de 6,5 % (et donc d'éviter un « hard landing »). Bien que la devise chinoise se soit stabilisée au second semestre, les craintes de dévaluation du yuan sont toujours présentes en raison des sorties importantes de capitaux qui se sont poursuivies tout au long de l'année.

Enfin, le Brésil et la Russie, les deux grands pays à avoir connu de sérieuses difficultés économiques en 2015 (avec une contraction de l'activité) ont vu leur situation s'améliorer, notamment avec le rebond des prix du pétrole et des matières premières. Néanmoins, la situation économique et politique au Brésil reste difficile et l'activité se contracte de nouveau de manière significative en 2016 (- 3,5 %) selon les prévisions du FMI.

UN REBOND DES PRIX DU PÉTROLE ET DES MATIÈRES PREMIÈRES

Un des événements marquants de 2016 a été le rebond des prix du pétrole et des matières premières industrielles (en général sensibles au cycle économique mondial) après un point bas touché au mois de janvier.

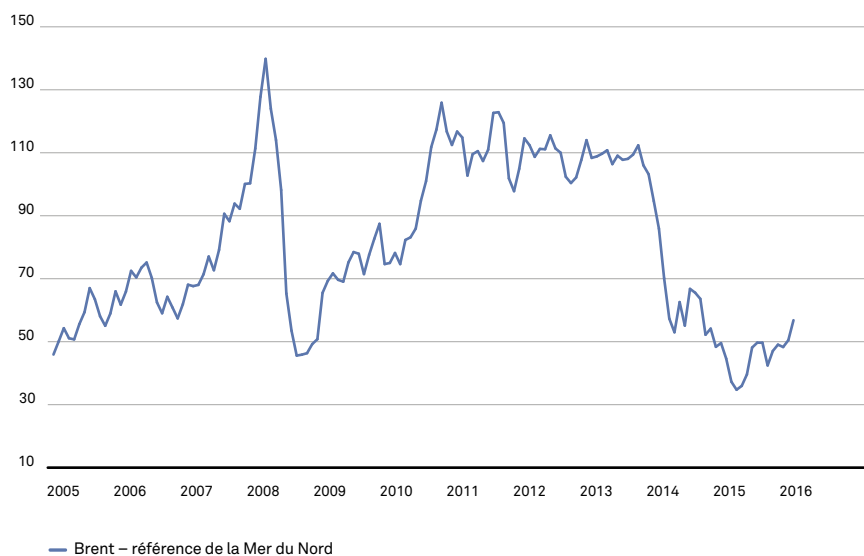
Le prix du pétrole avait chuté de 115 dollars le baril le 19 juin 2014 à 28 dollars le 20 janvier 2016, soit 75 % de baisse en 19 mois. La surabondance de l'offre de pétrole (pétrole de schiste américain, production élevée des pays de l'Opep) était en grande partie responsable de cette chute.

Depuis le 20 janvier 2016, le prix du baril a fortement rebondi pour terminer l'année à près de 57 dollars (soit une progression de plus de 100 %).

Cette phase de hausse résulte d'un rééquilibrage entre l'offre et la demande sur le marché physique lié, dans un premier temps, à des ruptures temporaires de production, notamment au Canada et au Nigéria, à un recul de la production de pétroles de schistes bitumineux, et enfin à l'aboutissement d'un accord (entériné le 30 novembre) de réduction de la production des pays de l'Opep rejoints par d'autres pays non membres de l'organisation (comme la Russie).

Ce rééquilibrage entre offre et demande, plus précoce qu'anticipé, a été également favorisé par la poursuite de la progression de la demande de pétrole (surtout en Asie), notamment grâce à une conjoncture internationale qui ne s'est pas effondrée.

→ Prix du baril de pétrole en dollars



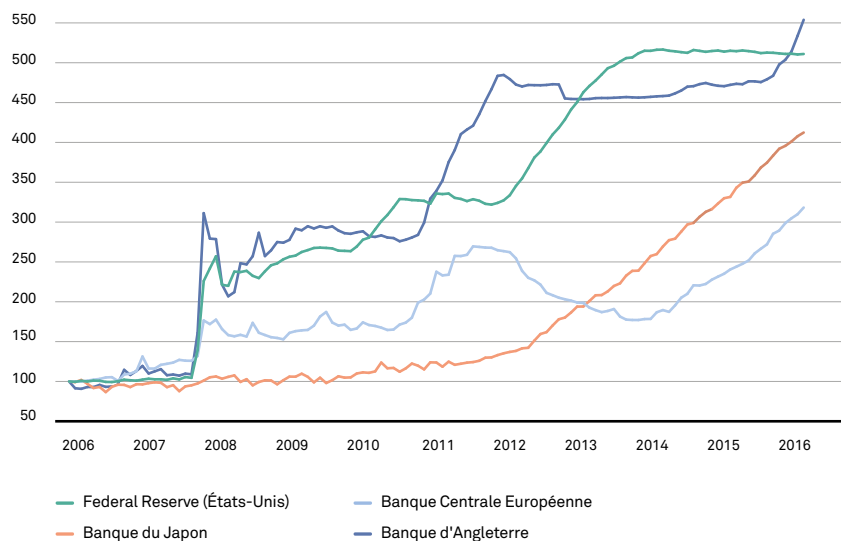
Source : Bloomberg.

DES POLITIQUES MONÉTAIRES TOUJOURS TRÈS ACCOMMODANTES MAIS DONT LES EFFETS DIMINUENT DE PLUS EN PLUS

Les banques centrales se sont montrées encore très prudentes dans la conduite de leur politique monétaire, en raison notamment de nombreux événements défavorables à gérer : la baisse des prix des matières premières, les craintes concernant la Chine et les pays émergents, la chute des marchés financiers début 2016, puis le vote en faveur du Brexit et les difficultés du secteur bancaire de plusieurs pays européens.

Deux des principales banques centrales ont poursuivi en 2016 une politique monétaire très expansionniste avec des mesures non conventionnelles d'achat d'obligations : la Banque du Japon et la Banque centrale européenne. En outre, afin d'éviter un éventuel durcissement des conditions financières suite au vote en faveur du Brexit, la Banque d'Angleterre a fait preuve d'une grande réactivité en décidant d'abaisser pendant l'été son taux directeur de 0,5 % à 0,25 % et de reprendre son programme d'achat d'obligations qui était figé depuis mi-2012.

→ Bilan des Banques Centrales – base 100 au 31 décembre 2006

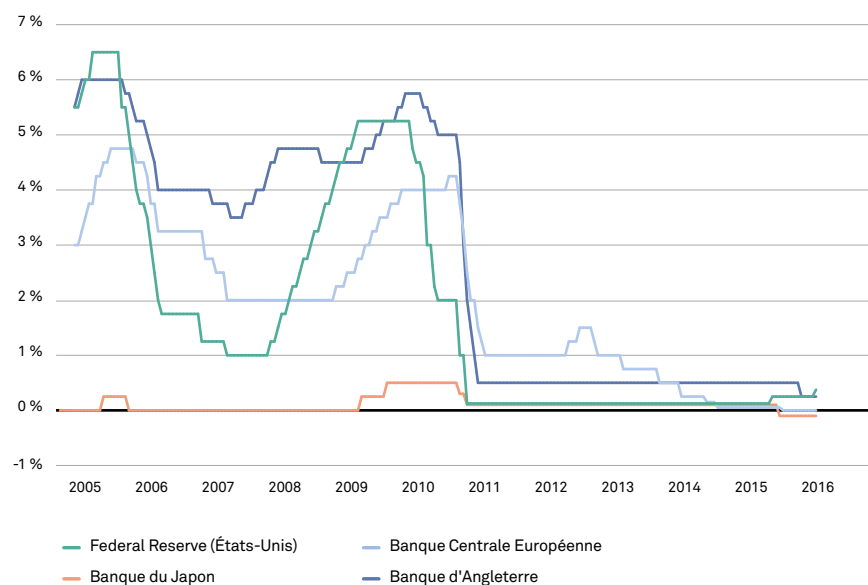


Source : Bloomberg.

En conséquence, les bilans de ces trois institutions monétaires ont fortement progressé au cours de l'année. Seul le bilan de la banque centrale américaine (FED) est resté stable en 2016, son dernier programme d'achat d'actifs ayant été achevé au quatrième trimestre 2014. La FED est donc la seule grande banque centrale occidentale à avoir entamé une véritable normalisation de sa politique monétaire, certes de manière très graduelle, avec une première hausse de taux en décembre 2015 et une deuxième en décembre 2016.

En dépit de taux directeurs des banques centrales à des niveaux très faibles et de l'application de mesures non conventionnelles depuis plusieurs années, la croissance des pays développés est restée sous le seuil de 2 % depuis la Grande Récession (contre une moyenne de près de 3 % de 1980 à 2007). En outre, certaines de ces mesures, comme l'application par les banques centrales de taux d'intérêt négatifs (par exemple le taux de facilité de dépôt de la BCE est fixé à - 0,40 %), pourraient avoir des impacts indirects nuisibles, notamment sur la rentabilité des banques.

→ Taux directeurs des Banques Centrales : États-Unis, zone euro, Angleterre et Japon



Source : Bloomberg, Datastream.

L'insuffisance de la demande privée (consommation et investissement) est souvent mise en avant pour expliquer la faiblesse de la reprise économique, plus de sept ans après la crise financière de 2008-2009 et en dépit de la mise en œuvre de politiques monétaires ultra-accommodantes.

C'est pourquoi le recours à des politiques de relance budgétaire des États est de plus en plus préconisé, notamment pour ceux dont le taux d'endettement public n'est pas trop élevé. Le président américain nouvellement élu a d'ailleurs promis des baisses d'impôts massives et un programme d'investissement dans les infrastructures pour soutenir la croissance et l'emploi.



MARCHÉS FINANCIERS

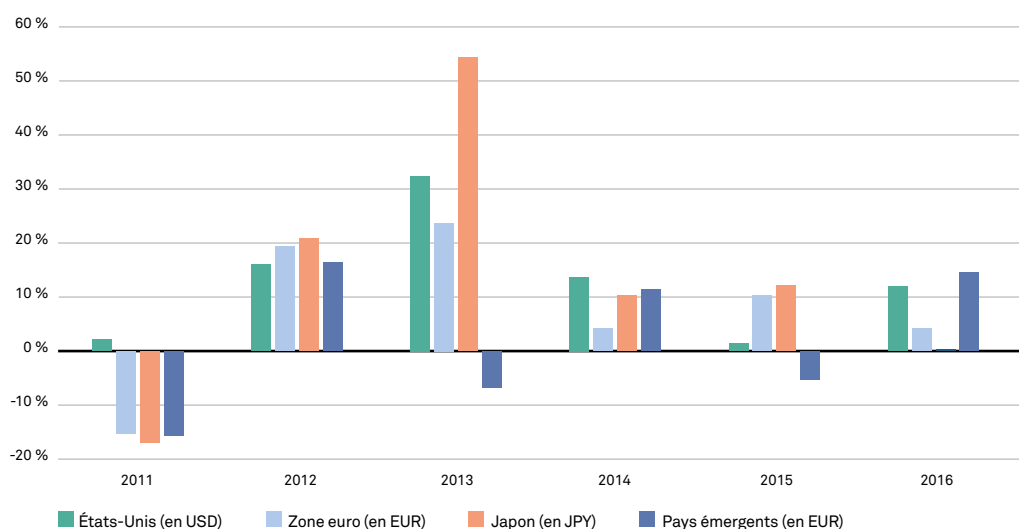
Actions : une surperformance des actions américaines et des pays émergents

En 2016, les principaux marchés actions ont obtenu des performances (dividendes réinvestis) positives.

Contrairement à l'année 2015, ce sont les bourses des États-Unis et des pays émergents qui ont affiché des performances supérieures à 10 % avec une progression respectivement de + 12 % et + 14,5 % (en euros), tandis que les marchés actions de la zone euro et du Japon ont enregistré des performances inférieures à respectivement + 4,1 % et + 0,3 %.

Le second semestre s'est avéré très profitable pour les investisseurs, avec la hausse des bourses.

→ Rendement actions par année, dividendes réinvestis



Source : Bloomberg.

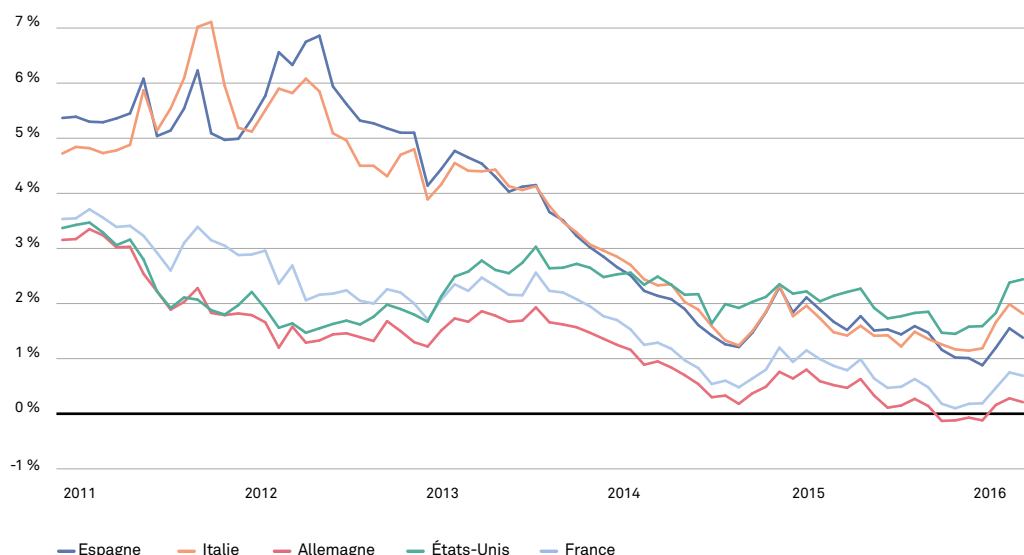
Les bourses ont d'abord été pénalisées, en début d'année 2016, par la baisse des prix du pétrole, les inquiétudes sur la croissance mondiale (Chine, pays émergents, États-Unis), les difficultés d'une partie du secteur bancaire européen puis par des chocs politiques inattendus comme le vote en faveur du Brexit. En outre, les actions nipponnes ont été affectées négativement par la forte hausse du yen, qui est passé au cours du premier semestre de 120 yens par dollar à 100 yens par dollar. Les six premières semaines de l'année ont d'ailleurs été très difficiles pour les bourses mondiales avec des baisses comprises entre - 10 % et - 20 %.

Mais le second semestre s'est avéré très profitable pour les investisseurs, avec une hausse des bourses portées par un fort rebond des prix

du pétrole, une amélioration de la conjoncture économique mondiale et des politiques monétaires des banques centrales encore plus accommodantes (reprise du programme d'achat d'actifs de la banque d'Angleterre, normalisation plus lente de la politique monétaire de la FED avec seulement une seule hausse de taux d'intérêt en fin d'année).

Enfin, l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis a été accueillie favorablement par les marchés dans l'espoir d'une relance budgétaire qui serait probablement favorable à l'économie et aux marchés actions (avec la hausse attendue des bénéfices des entreprises).

→ Taux d'intérêt des obligations souveraines à 10 ans de 2011 à 2016



Source : Bloomberg.

Taux d'intérêt : un nouveau point bas atteint en 2016

Dans un contexte difficile au premier semestre et avec des banques centrales toujours prêtes à assouplir leur politique en cas d'événements défavorables, les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur tendance baissière, atteignant même en juin un niveau négatif pour le taux 10 ans allemand (- 0,18 %). Le taux de l'OAT française 10 ans a, quant à lui, atteint un plancher historique de seulement 0,10 %.

La faiblesse des taux d'intérêt à moyen-long terme est bénéfique pour les finances publiques des États, allégeant la charge de la dette et augmentant ainsi les marges de manœuvre budgétaires.

À partir du second semestre, les taux d'intérêt ont inversé leur tendance, soutenus dans un premier temps par une amélioration de l'économie mondiale et le rebond des prix des matières premières. L'inflation dans les pays développés devrait augmenter mécaniquement en 2017 via la composante énergie de l'inflation.

L'élection du nouveau président américain début novembre a renforcé le mouvement de hausse des taux souverains. En effet, l'annonce d'une politique de relance budgétaire dans une économie dont le cycle est déjà très avancé devrait normalement accentuer les tensions inflationnistes aux États-Unis.

Sur la seconde partie de l'année, le taux 10 ans américain a enregistré une hausse de 1,05 % (passage de 1,4 % à 2,45 %). Dans le sillage du taux américain, le taux à 10 ans français s'est apprécié de 0,6 % (de 0,1 % à 0,7 %). Au final, sur l'ensemble de l'année 2016, le taux américain à 10 ans a terminé en progression de 0,2 % contre une baisse de 0,3 % pour le taux français.

Le différentiel de taux d'intérêt à court terme entre la zone euro et les États-Unis a atteint un niveau très élevé en 2016 (différentiel de près de 2 %, soit l'écart entre un taux à 2 ans allemand de - 0,8 % et un taux à 2 ans américain de + 1,2 %). Une telle différence s'explique par la divergence entre la politique monétaire de la FED (en voie de normalisation, certes de manière très graduelle) et celle de la BCE (pleinement accommodante et pour l'instant sans réelle perspective de normalisation).

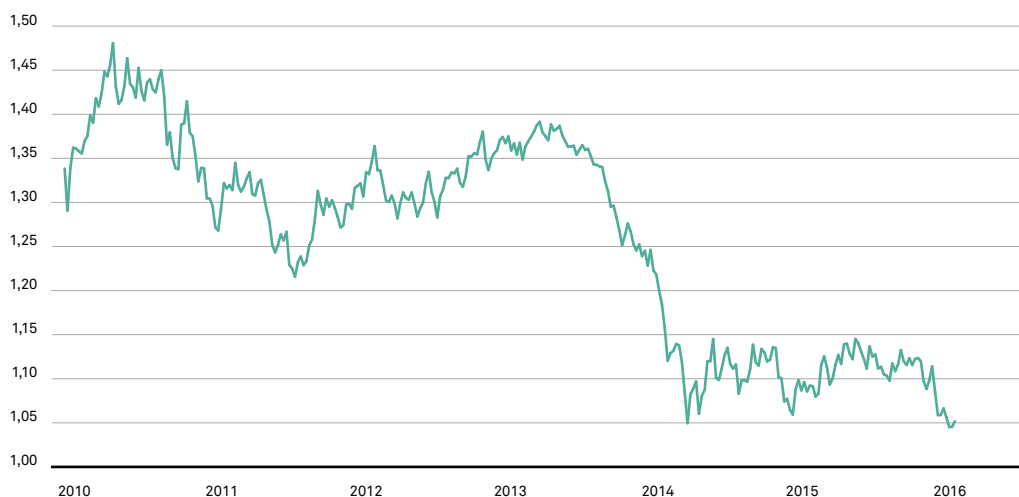
Devise : nouvelle baisse de l'euro, chute de la livre sterling

Sur le marché des devises, le cours de l'euro a, en 2016, de nouveau diminué contre le dollar d'environ 3 %, puisque la monnaie européenne est passée de 1,086 à 1,052 dollar. Il s'agit de la troisième année de dépréciation de l'euro, qui a vu sa valeur diminuer contre le dollar de 12 % en 2014 puis de 10 % en 2015.

Cette évolution reflète en réalité un mouvement important de hausse du dollar qui s'est apprécié, depuis mi-2014, de 20 % en termes effectif

réel, c'est-à-dire ajustés d'une part du poids des échanges avec les partenaires commerciaux et d'autre part de l'inflation. Sur la même période, le cours effectif réel de l'euro a diminué de seulement 8,5 %.

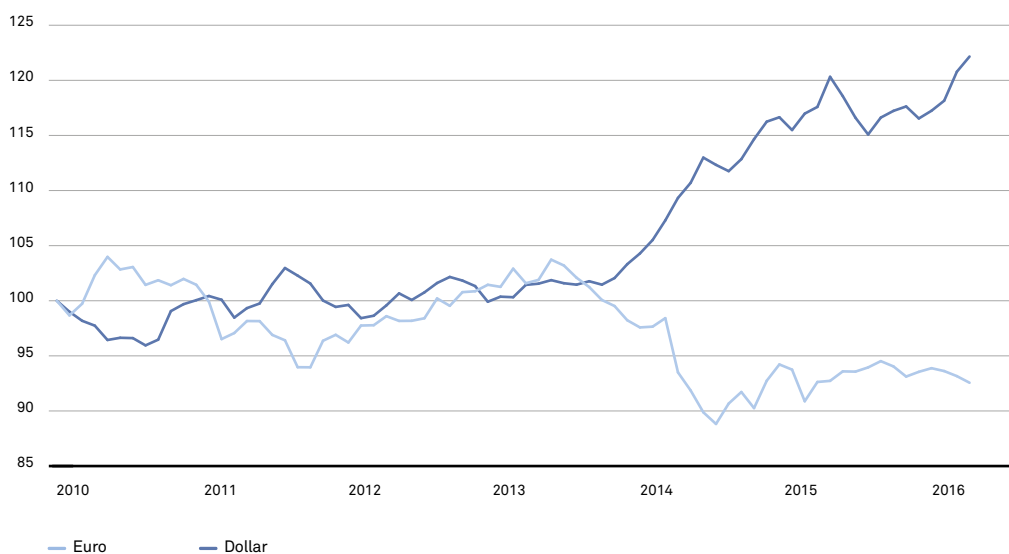
→ Cours de l'euro/dollar depuis le 31 décembre 2010



Source : Bloomberg.

L'année 2016 aura également été marquée par la forte dépréciation de la livre sterling, conséquence directe du vote en faveur du Brexit. Du 23 juin 2016 au 31 décembre 2016, la devise britannique a en effet chuté de 17 % contre dollar et de 10 % contre euro.

→ Taux de change effectifs réels – base 100 le 31 décembre 2010



Source : Bloomberg, Banque des Règlements Internationaux.

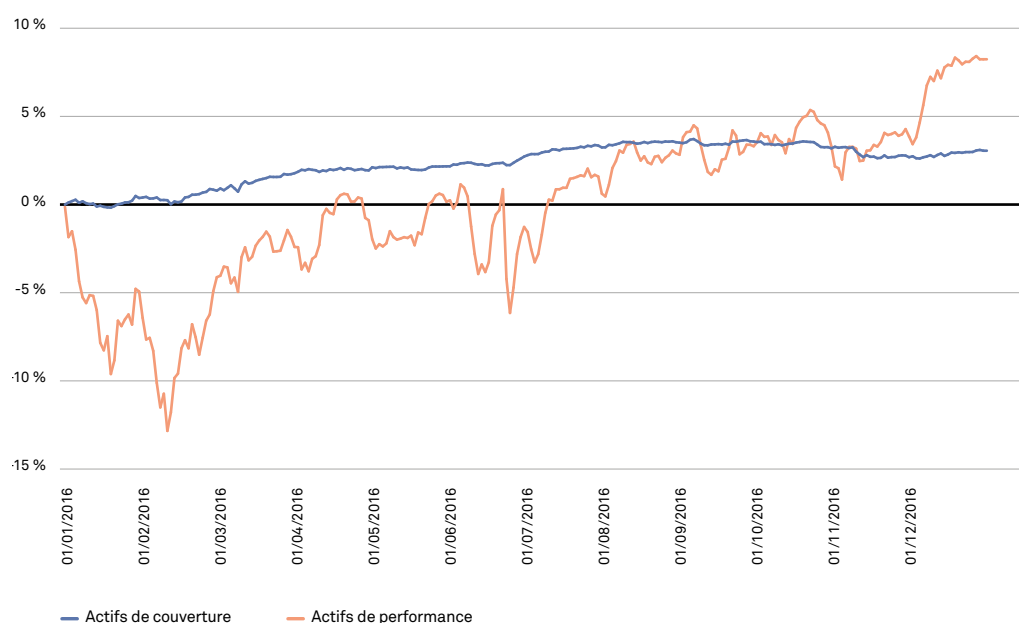
Performance du FRR

UNE PROGRESSION DE L'ACTIF

En 2016, la performance totale du FRR a été de 4,97 % nette de frais et l'actif du FRR a atteint au 31 décembre 36,004 milliards d'euros.

Malgré le bas niveau des taux d'intérêt en 2016, les actifs de couverture se sont appréciés de 3,1 %, grâce aux nouvelles baisses de taux en zone euro et de primes de risques aux États-Unis. Les actifs de performance ont progressé de 8,2 % au terme d'un parcours très agité.

→ Performance annuelle des deux classes d'actifs



Source : fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan) via Spirris.

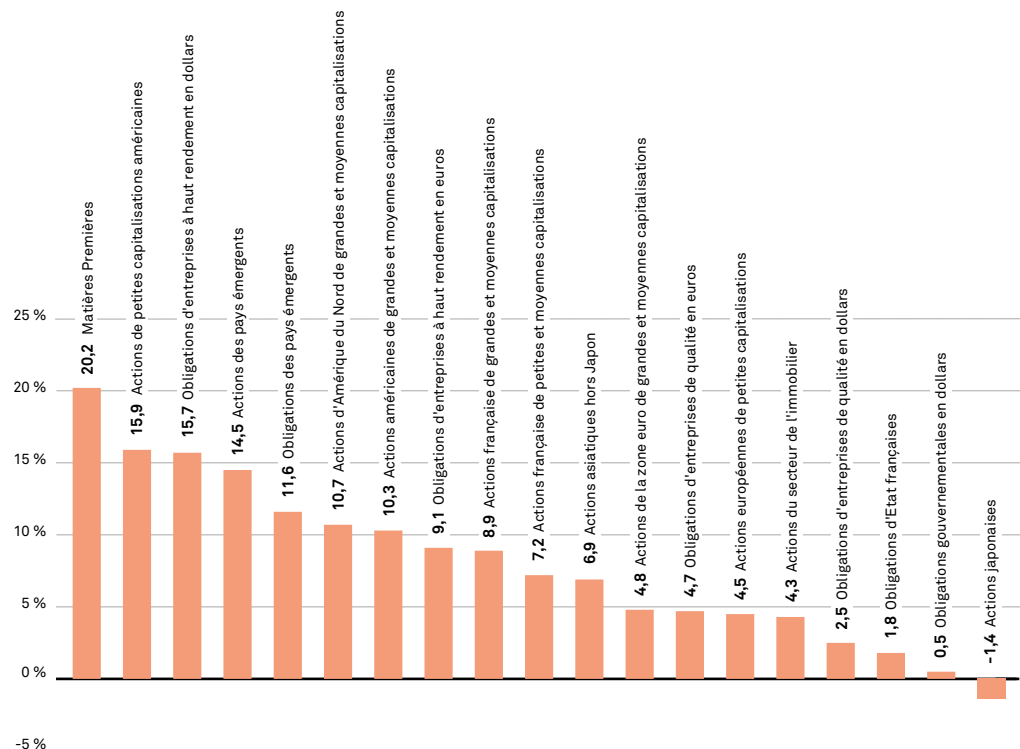
**En 2016,
la performance
totale du FRR a été
de 4,97 % nette
de frais.**

En conséquence, les deux types d'actifs contribuent positivement à la performance 2016 : 1,3 % pour les actifs de couverture et 3,7 % pour les actifs de performance.

Au sein des actifs de couverture, ce sont les obligations d'entreprises de qualité en euros qui ont le mieux performé, à + 4,7 %, devant celles en dollars (+ 2,5 %) et l'adossé au passif du FRR, investi en OAT (+ 1,8 %).

La diversification internationale du portefeuille actions a été très bénéfique en 2016, grâce aux positions importantes du FRR en actions américaines et en actions des pays émergents. En effet, ces dernières se sont appréciées de 14,5 %

→ Performance des indices de l'allocation stratégique en 2016



Source : fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan) via Spirris.

devant les actions américaines (+ 10,7 %), les actions de la zone euro (+ 4,8 %) et les actions japonaises (- 1,4 %), soit l'ordre inverse de 2015. Les actions constituent le grand moteur de la performance sur l'année, puisqu'elles y ont contribué à hauteur de 2,3 %.

Les actifs de rendement (obligations à haut rendement, obligations des pays émergents) ont également connu une année exceptionnelle, puisqu'ils se sont appréciés de respectivement 13,9 % et 11,6 %, grâce notamment aux baisses de primes de risques. Ensemble, ils ont contribué à 1,22 % de la performance globale.

Les deux types d'actifs contribuent positivement à la performance 2016 : 1,3 % pour les actifs de couverture et 3,7 % pour les actifs de performance.

31/12/2015 – 30/12/2016

CONTRIBUTION NETTE À LA PERFORMANCE
TOTALE DU PORTEFEUILLE

ACTIFS DE PERFORMANCE	3,75 %
Actions zone euro	1,15 %
Actions Europe + ISR Europe	0,11 %
ADECE Europe	- 0,06 %
ADECE Monde + ISR Monde	0,05 %
Actions Amérique du Nord	0,58 %
Actions Asie bassin Pacifique	- 0,01 %
Actions des pays émergents (via OPC)	0,49 %
Obligations d'entreprises à haut rendement (via OPC)	0,49 %
Obligations des pays émergents (via OPC)	0,73 %
ACTIFS NON COTÉS	0,22 %
Capital investissement en euros	0,07 %
Capital investissement en dollars	0,08 %
Infrastructures	0,03 %
Immobilier physique	0,00 %
Fonds mixtes de capital et de dettes (Novi)	0,02 %
Prêts aux entreprises	0,04 %
ACTIFS DE COUVERTURE	1,31 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros	0,68 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars	0,27 %
Adossement passif (OAT)	0,46 %
Trésorerie globale	- 0,10 %
FRAIS DE GESTION ADMINISTRATIVE	- 0,08 %
TOTAL	4,97 %

Source : fournisseurs d'indices (FTSE Russell, MSCI, Barclays Capital, JPMorgan) via Spirris.

UNE GESTION SÉCURISÉE,
PILOTÉE PAR LE PASSIF ET
OPTIMISANT LA PERFORMANCELe FRR doit concilier deux objectifs
de gestion

L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements du passif, correspondant à des versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la CADES jusqu'en 2024, et d'éventuels versements à la CNAV¹ au titre de la soulte CNIEG², indexée sur la performance du FRR. Dans une gestion pilotée par un passif relativement court, la capacité à respecter cet objectif peut être évaluée à tout moment grâce au risque sur le « surplus ».

Celui-ci se définit comme la différence entre l'actif net et le passif actualisé du FRR³ et doit être supérieur à 0. Au 25 avril 2024, lorsque le FRR n'aura plus d'engagements de passif, le surplus sera égal à l'actif.

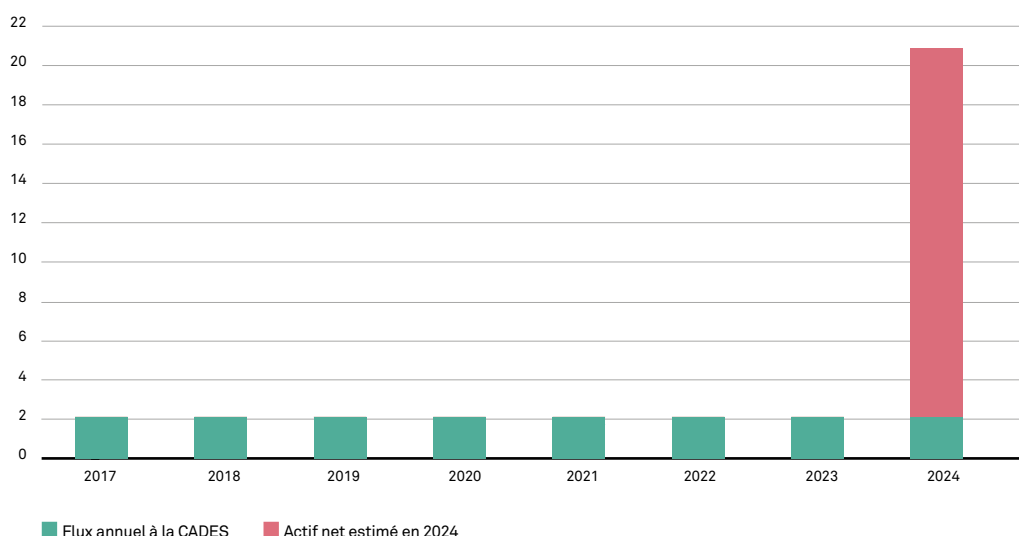
1 Caisse nationale d'assurance vieillesse.

2 Caisse nationale des industries électriques et gazières.

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

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

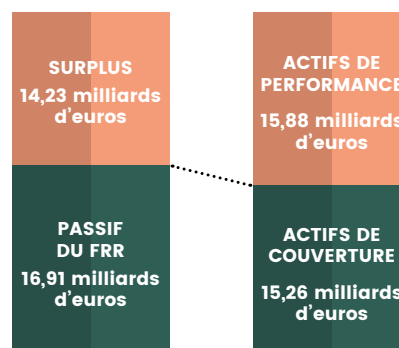
→ Passif et actif estimé du FRR (en milliards d'euros)



Objectif principal : assurer les paiements inscrits au passif

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

Le risque de taux est lié à la couverture du passif. Les actifs de couverture permettent en effet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. Pour cela, même dans un contexte de taux extrêmement bas, ils doivent représenter une part importante du passif. Les actifs de couverture comprennent des OAT⁴ délivrant des flux (grâce aux émissions arrivant à maturité et aux coupons) proportionnels aux engagements du passif et des obligations d'entreprises de qualité (notées au moins BBB-), émises en euros ou en dollars.



⁴ Détenues jusqu'à maturité.

CRÉATION DE VALEUR DU FRR POUR L'ÉTAT

Depuis la mise en place du nouveau modèle de gestion basé sur le passif, début 2011, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français de 8,8 milliards d'euros, en progression de 1,6 milliard au cours de l'année 2016.

Cette somme de 8,8 milliards d'euros correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR (ajusté des abondements et décaissements) et ce qu'aurait rapporté un investissement théorique du même montant capitalisé chaque année au taux moyen de la dette souveraine française depuis 2011. Le coût de la dette française est ajusté à la hausse d'une prime fixe de 0,10 % pour se rapprocher du coût total de la dette émise par la CADES.

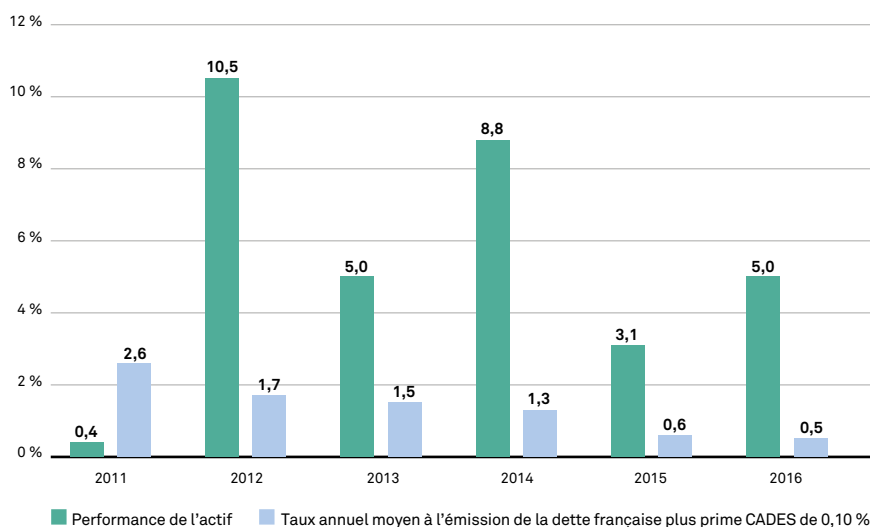
→ Création de valeur du FRR par rapport à un investissement au coût de la dette française (en milliards d'euros)



Source : FRR, Agence France Trésor.

Ainsi, au cours des six dernières années, l'actif du FRR a obtenu une performance annualisée de 5,4 % (5 % en 2016) et le taux annuel moyen de la dette souveraine française (auquel est rajouté la prime CADES de 0,1 %) s'est élevé à 1,4 % (0,5 % en 2016).

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



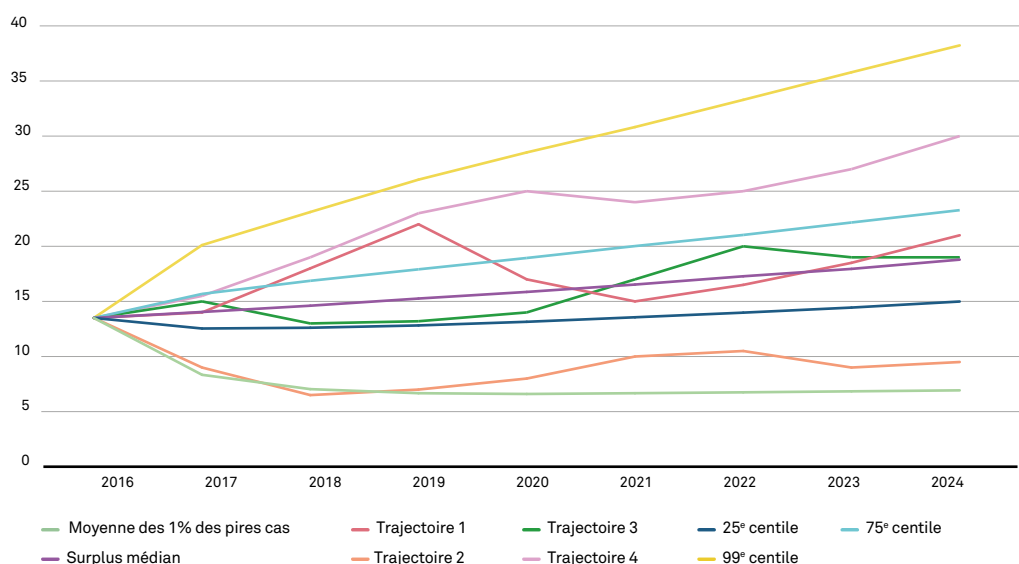
Source : FRR, Agence France Trésor.

Le FRR dispose d'un surplus égal à la différence entre son actif et la valeur actualisée de son passif. Le montant des actifs de couverture peut alors être légèrement inférieur à celui du passif, sans menacer le paiement des engagements (en 2016, la partie du passif non couverte par les actifs de couverture est restée très modeste, de 5 % à 15 % du passif). Ceci permet d'investir davantage dans des actifs présentant une espérance de performance plus élevée (actions, obligations à haut rendement et des pays émergents), en raison notamment des niveaux de taux d'intérêt actuels. Un ensemble de mesures de risque permet de vérifier que tous

les versements à la CADES seront bien effectués, même en cas de scénario très adverse.

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

→ Variation du surplus jusqu'en 2024



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

Source de risque

Pire scénario historique

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

Pour le FRR, le pire scénario est une hausse importante du passif, car le passif est sous-couvert (à 90 % fin 2016). Ainsi, si le passif progresse de 7 %, l'actif ne gagnera, en montant, que 90 % de la progression du passif (en montant). Cependant, ce scénario « catastrophe » est particulièrement sévère sur les taux, puisqu'il implique que la courbe de taux française devient largement négative sur toutes les maturités (à - 1 %).

Second objectif : créer une valeur importante

Tout en assurant le paiement des versements inscrits au passif, le FRR cherche à maximiser sa performance. Il investit notamment en actions et en obligations à rendement élevé telles que des obligations des pays émergents, des obligations d'entreprises ou des prêts à l'économie. Le montant investi en actifs de couverture n'étant que de 90 % du passif, le FRR peut investir davantage en actifs de performance.

La performance espérée du FRR est donc sensiblement supérieure au coût de la dette française, ce qui permet une création de valeur substantielle. Ainsi, depuis la réforme des retraites de 2010, le FRR a créé 8,8 milliards d'euros de valeur. Nous estimons que, fin 2016, 1 euro placé dans le FRR crée 25 centimes de valeur actualisée pour l'État, à allocation constante⁵, d'ici 2024.

De plus, chaque apport additionnel peut créer jusqu'à 39 centimes de valeur par euro car :

- cet euro est alors investi dans le FRR, à la place implicitement d'un placement en dette française, ce qui crée 16 centimes de valeur par euro ;
- tout euro supplémentaire accroît le surplus du FRR et donc sa marge de sécurité. Le FRR peut alors investir davantage en actifs de performance, ce qui augmente la performance espérée des actifs déjà sous gestion et crée 26 centimes de valeur par euro.

A contrario, tout retrait détruit 39 centimes de valeur par euro, en conduisant le FRR à davantage sécuriser l'allocation.

LE PORTEFEUILLE DU FRR

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. Pour ce faire, le FRR peut soit recourir à des mandats de gestion attribués par voie d'appels d'offres, soit investir directement dans des OPC⁶. Aux côtés de la gestion classique, le FRR a confié à deux gestionnaires le soin de mettre en œuvre une gestion dite « transversale » (ou « overlay »). Ce type de gestion permet au FRR de couvrir son risque de change et d'ajuster tactiquement son allocation d'actifs sans pour autant intervenir dans la gestion des portefeuilles des gestionnaires sélectionnés.

Sur certaines classes d'actifs, le FRR est exposé à travers des OPC gérés principalement selon une approche active. Il s'agit des investissements effectués sur la dette des pays émergents, les actions des pays émergents, la dette à haut rendement émise par des entreprises, les prêts à l'économie et la gestion monétaire.

Composition du portefeuille du FRR

En 2016, la composition du portefeuille n'a pas subi de grandes variations par rapport à 2015. Ainsi, le poids des actifs de performance dans l'allocation stratégique pour 2016, lors de sa mise en place, est resté sensiblement égal à celui de 2015 (50 %).

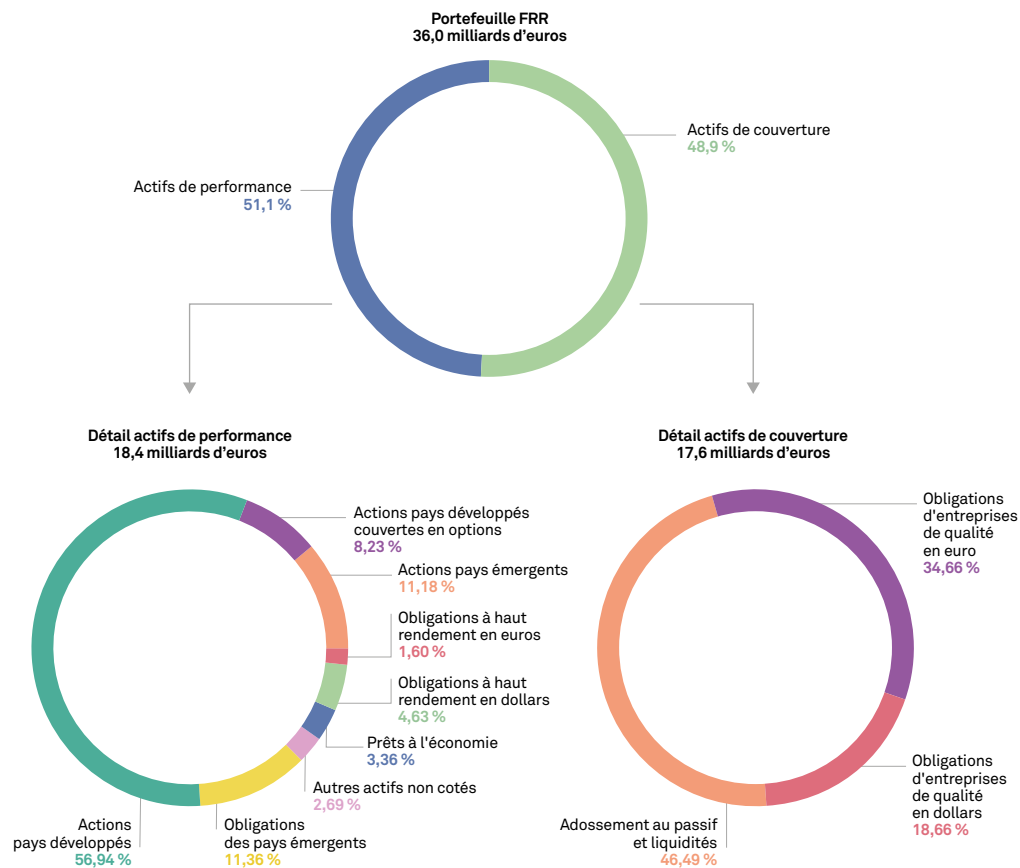
Au 31 décembre 2016, le portefeuille du FRR se composait ainsi :

- d'actifs de performance représentant 51,1 % de l'actif net du FRR, contre 48,9 % à la fin de 2015 ; et
- d'actifs de couverture représentant 48,9 % de l'actif net du FRR, contre 51,1 % à la fin de l'année 2015. Les actifs d'adossement représentent 44 % des actifs de couverture et sont détenus jusqu'à maturité.

⁵ Calculé comme le montant supplémentaire espéré en 2024 grâce à l'apport de cet euro, actualisé au taux des OAT en 2016.

⁶ OPC : Organisme de placements collectifs.

→ Portefeuille du FRR au 31 décembre 2016



Source : données internes.

La mise en œuvre de l'allocation stratégique 2016 n'a pas donné lieu à des mouvements significatifs.

Actifs de performance

Au 31 décembre 2016, la valeur boursière du portefeuille d'actions s'élevait à 12,9 milliards d'euros (hors « overlay »).

Le poids des actifs de performance a été porté à un peu plus de 51 % pour l'année 2016. La baisse de 1 % du poids des actions a été compensée par une augmentation de 1 % du poids des obligations d'entreprises à haut rendement.

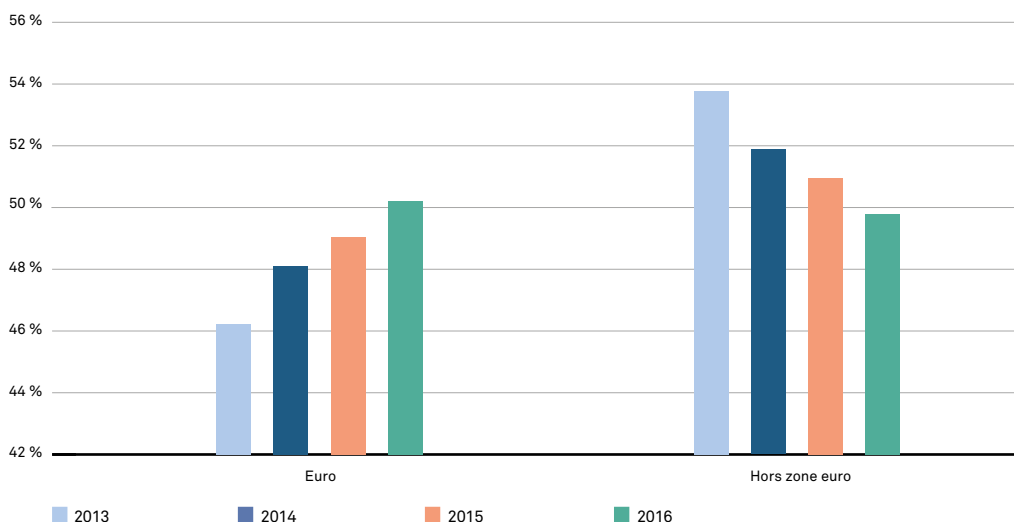
Enfin, la baisse de 2 % du poids des actions des pays émergents ne résulte que du reclassement des mandats actions ADECE (Actions développées exposées à la croissance émergente) des pays émergents vers les pays développés.

Sur le plan géographique, la poursuite de l'augmentation de la part des investissements en zone euro à 50 % en 2016 contre 46 % en 2013 s'explique, d'une part, par une réorientation des investissements en actions européennes gérés contre des indices optimisés vers des actions de la zone euro pour une meilleure maîtrise du risque de change, et d'autre part, par la décision de clôturer les mandats de gestion passive en actions européennes ainsi que les mandats ADECE Europe et Monde (Actions développées exposées à la croissance émergente) afin d'activer deux mandats gérés contre des indices optimisés de la zone euro. Enfin, la poursuite de la sélection de fonds de prêt à l'économie contribue à la hausse des investissements en zone euro depuis 2014, et notamment en France.

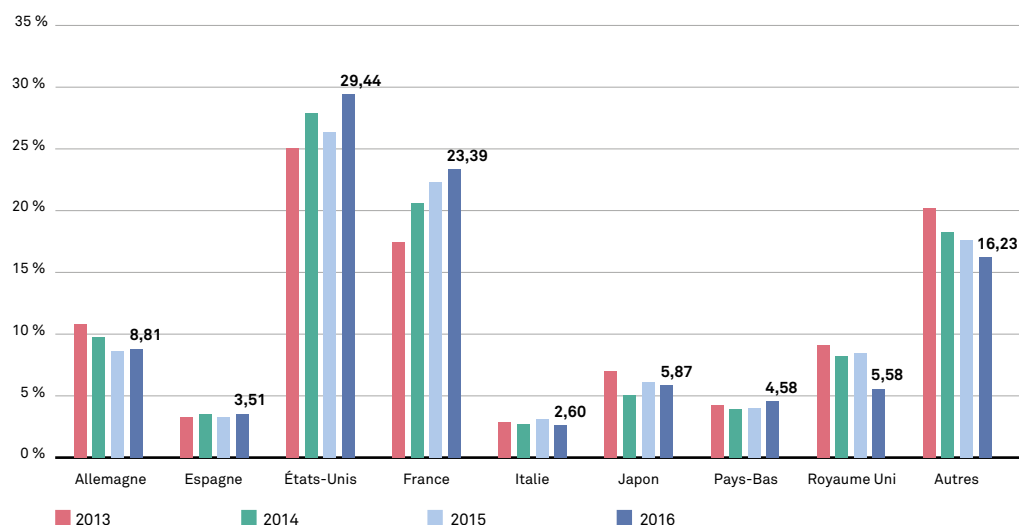
Actifs de performance

ACTIONS	38,9 %
Actions européennes	21,2 %
Actions non européennes	13,4 %
Actions couvertes en options	4,3 %
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES À HAUT RENDEMENT	3,2 %
OBLIGATIONS DES PAYS ÉMERGENTS	5,6 %
ACTIFS NON COTÉS	3,4 %
Prêts à l'économie	1,8 %
Capital investissement	1,4 %
Infrastructures & immobilier	0,2 %
TOTAL	51,1 %

→ Évolution de la répartition par zone géographique des mandats actions



→ Évolution de la répartition géographique des mandats actions



Actifs de couverture

Au 31 décembre 2016, les actifs de couverture représentent environ 49 % de l'actif net du FRR et sont principalement composés d'instruments financiers⁷ permettant un adossement du passif, mais aussi d'obligations de bonne qualité émises par des entreprises.

La baisse passive de 2 % de l'adossement (liée à l'utilisation des coupons et des OAT arrivant à maturité en 2016 pour payer la CADES) a été compensée par l'augmentation des obligations d'entreprises de qualité (1 % en euros et 1 % en dollars). Ainsi, fin 2016, le poids de ces obligations dans les actifs de couverture atteint 49 % et représente l'essentiel de la rémunération des titres obligataires. Cette classe d'actifs a fait l'objet de onze nouveaux mandats en euros et en dollars en renouvellement des mandats précédents.

Enfin, les obligations émises en dollars sont systématiquement couvertes du risque de change.

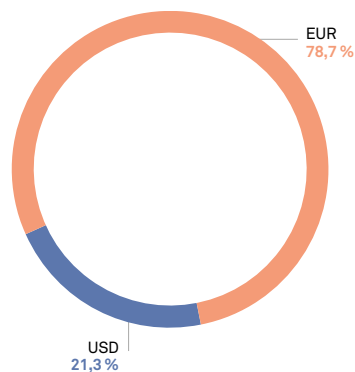
Actifs de couverture

OBLIGATIONS DE QUALITÉ	47,7 %
Adossement au passif	21,5 %
Obligations d'États développés	0,0 %
Obligations d'entreprises de qualité	26,2 %
LIQUIDITÉS	1,2 %
TOTAL	48,9 %

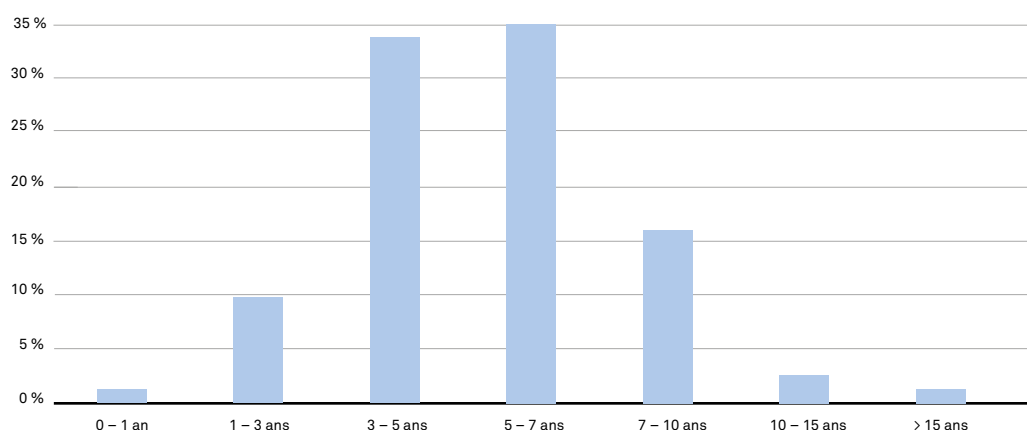
⁷ Instruments de type « buy and hold » en emprunts d'État français.

En 2016, le poids des actifs de performance a été porté à 51,1 %, contre 48,9 % en 2015.

→ Répartition des mandats taux par devise au 31 décembre 2016



→ Structure des mandats obligataires par tranche de maturité au 31 décembre 2016



Décomposition du paiement de 2,1 milliards d'euros à la CADES

Comme chaque année depuis la réforme des retraites de 2010, le FRR doit reverser 2,1 milliards d'euros à la CADES. Pour l'année 2016, ce montant a été composé de la manière suivante :

- pour 1,26 milliard d'euros grâce à l'adossement, dont 800 millions d'euros grâce aux tombées de coupons et arrivées à échéance naturelles programmées ;
- pour 760 millions d'euros grâce à la vente d'actions (260 millions d'euros de fonds d'actions des pays émergents, 300 millions d'euros de « futures » sur actions américaines et 200 millions d'euros de « futures » sur actions européennes hors zone euro) ;
- pour 350 millions d'euros grâce à des ventes sur les mandats d'obligations d'entreprises de qualité libellées en euros.

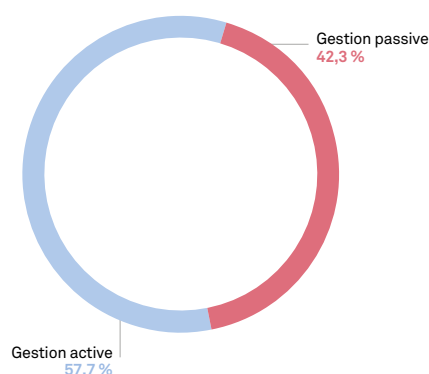
Répartition du portefeuille par type de gestion

Pour parfaire les objectifs de son allocation d'actifs, le FRR recourt aux différents types de gestion :

- la gestion passive aux montants unitaires importants ; et
- la gestion active dont l'objectif est de rechercher une surperformance relative persistante.

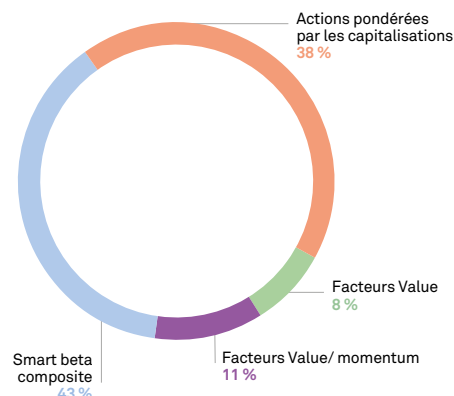
Ainsi, au 31 décembre 2016, les gestions actives représentent environ 57,7 % de l'actif net total du FRR et 57 % des investissements en actions.

→ Répartition du portefeuille investi en actions par type de gestion, hors gestion « overlay »*

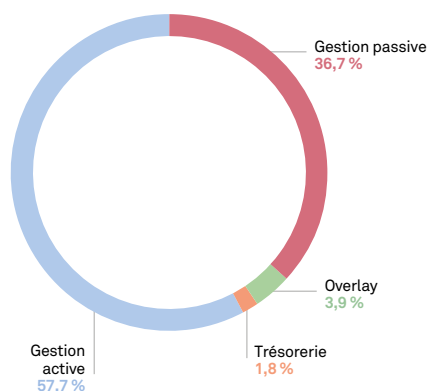


* Correspondant au 31/12/2016 à 5,5 milliards d'euros pour la gestion passive et 7,5 milliards pour la gestion active.

→ Répartition des types de gestion passive pour les actions des pays développés, fin 2016



→ Répartition du portefeuille par type de gestion (toutes classes d'actifs confondues)**



** Correspondant au 31/12/2016 à 1,4 milliard d'euros pour la gestion « overlay », 0,6 milliard d'euros pour la trésorerie, 13,2 milliards d'euros pour la gestion passive et 20,8 milliards pour la gestion active.

Au sein des 5,5 milliards de gestion passive des pays développés, les gestions « smart beta » représentent environ 57 % fin 2016. La quasi-totalité de ces investissements en 2016 suit une méthode de décarbonation.

La poursuite de deux axes stratégiques

La poursuite des investissements dans l'économie française

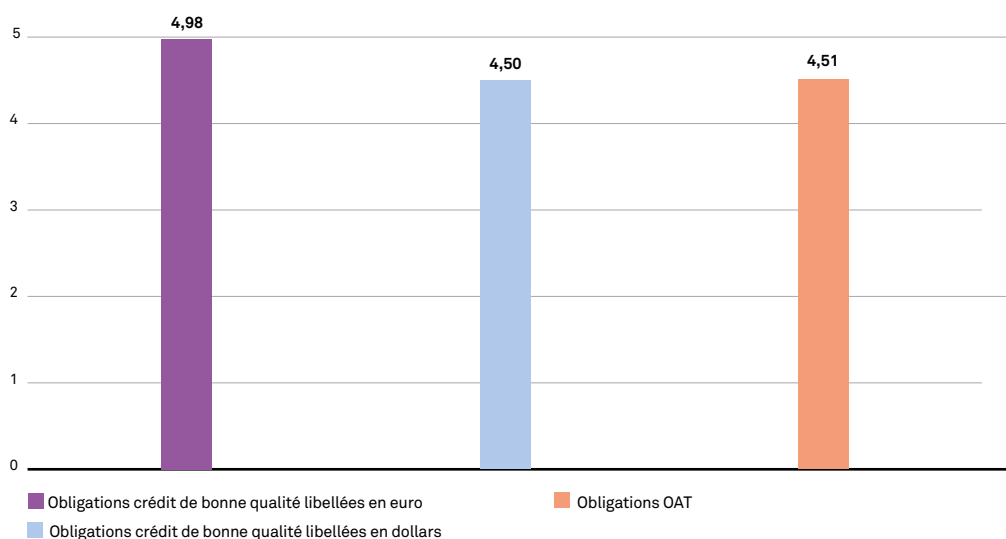
Le FRR a poursuivi son programme d'investissement dans les fonds de prêts à l'économie en actifs non cotés destinés à soutenir l'économie française.

Ce programme a ainsi permis au FRR d'investir en 2016 plus de 200 millions d'euros, notamment en prêts à l'économie française. De plus, de nombreux appels d'offres, lancés en 2016, donneront lieu à des engagements d'investissements dès 2017 : des fonds dédiés de dettes privées (pour un engagement de 600 millions d'euros) et de capital investissement (pour un engagement de 900 millions d'euros) seront constitués afin de déployer l'essentiel de l'enveloppe de 2 milliards d'euros d'investissements en actifs non cotés français (capital investissement, prêts aux entreprises, immobilier ou infrastructures).

Par ailleurs, les nouveaux programmes engagés ont généré des appels de fonds conséquents :

- 14 millions d'euros en immobilier ;
- 168 millions d'euros en prêts à l'économie ;
- 22 millions d'euros sur les fonds de place NOVI (fonds mixte dettes privées et fonds propres).

→ Sensibilité des mandats obligataires au 31 décembre 2016



Une réduction de la sensibilité du portefeuille aux taux d'intérêt

Le second axe poursuivi par le FRR concerne la réduction de la sensibilité aux taux d'intérêt des actifs de couverture, afin que le surplus du FRR s'apprécie en cas de montée des taux d'intérêt.

Mise en place de stratégies de couverture en options

Du fait d'une allocation stratégique comportant 6 % d'actions des pays développés couvertes en options, le FRR a régulièrement déployé des stratégies optionnelles pour couvrir ses portefeuilles. Ces stratégies ont, par exemple, opportunément atténué les risques du portefeuille en juin, lors du référendum sur le Brexit. Environ 2 milliards d'euros d'actions européennes et 1 milliard d'euros d'actions américaines étaient alors couvertes, soit environ 8,5 % de l'actif du FRR.

Autres mouvements sur les mandats

Par ailleurs, trois événements notables ont été initiés sur la vie des mandats, mais n'ont pas occasionné de changement sur l'exposition du portefeuille :

- en zone euro, le remplacement des mandats de gestion passive actions (pondérés par les capitalisations) par une gestion passive gérée selon l'indice MSCI Momentum Enhanced Value Target® pour 530 millions d'euros. Cet indice optimise l'exposition aux facteurs « value » et « momentum » et a connu une performance de 12,3 % en 2016 à partir de notre investissement, contre 9,1 % pour l'indice pondéré par les capitalisations ;

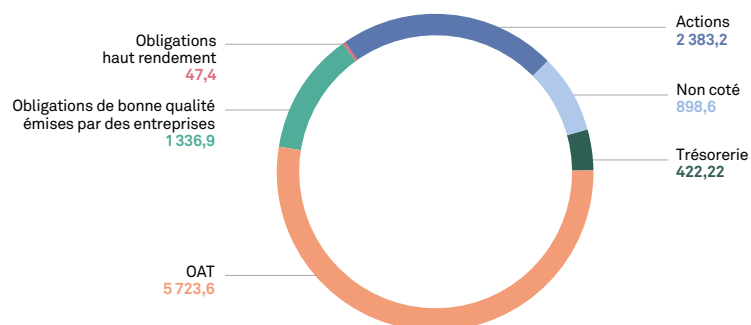
- la fin de vie des mandats ADECE (actions développées exposées à la croissance émergente) Europe (310 millions d'euros) et Monde (430 millions d'euros) en juillet et octobre, respectivement. Ces ventes ont été compensées par des achats de « futures » en attendant d'être réinvestis sur les futurs mandats de gestion actions passives optimisées avec intégration ESG ;
- le renforcement de la gestion active sur les actions américaines de 450 millions d'euros en décembre a été compensé par une vente de « futures » sur les actions américaines.

Les investissements décarbonés ont augmenté de 910 millions d'euros.

MONTANT DES ACTIFS INVESTIS DANS L'ÉCONOMIE FRANÇAISE AU 31/12/2016

Le montant total des investissements réalisés dans l'économie française s'élève à 10,812 milliards d'euros, soit approximativement un tiers des actifs totaux du FRR.

→ Actifs investis dans l'économie française (en millions d'euros)



Par ailleurs, les nouveaux investissements sur les mandats actions de gestion passive gérés selon l'indice RAFI zone euro (+ 380 millions d'euros) et l'indice MSCI Momentum Enhanced Value Target zone euro® (+ 530 millions d'euros) ont été décarbonés, remplaçant ainsi les précédents investissements non décarbonés.

Par conséquent, les investissements décarbonés ont augmenté de 910 millions d'euros en 2016 (mis à part l'effet marché).

Contribution des différentes classes d'actifs à la performance du portefeuille

En 2016, la performance du portefeuille du FRR s'élève à 4,97 %, avec une contribution de 1,31 % pour les actifs de couverture et de 3,75 % pour les actifs de performance.

La diversification des actifs de performance est très bénéfique en 2016. Si les actions européennes sont les premières contributrices à cette performance à hauteur de 1,2 % par rapport au poids de 3,75 % pour cette classe d'actifs, cette très large contribution s'explique surtout par leur poids dans le portefeuille, qui s'élève à 22,5 % fin 2016.

Pour autant, d'autres actifs soutiennent également la performance, malgré leur moindre poids dans le portefeuille, ainsi :

- les obligations des pays émergents contribuent à hauteur de 0,73 % de la performance et leur poids total est de 5,8 % ;
- les actions américaines contribuent à 0,61 % de la performance, alors même que leur poids est de 7 % net de couvertures ;
- les obligations d'entreprises à haut rendement contribuent à 0,49 % de la performance, pour un poids de 3,1 % ;
- les actions des pays émergents contribuent à 0,49 % de la performance pour un poids de 5,7 % fin 2016.

ACTUALITÉ DES APPELS D'OFFRES

L'année 2016 a été riche en matière d'appels d'offres. En effet, le FRR a commencé le début d'année par l'activation de 11 nouveaux mandats de gestion active obligations d'entreprises émises en euro et US dollars (respectivement six et cinq). Ces nouveaux mandats sont venus remplacer les précédents pour conserver l'exposition du FRR sur cette classe d'actifs.

Dans le cadre du déploiement de son programme d'investissements non cotés pour soutenir l'économie française, et dans la limite de l'enveloppe de 2 milliards d'euros qui y est allouée, le FRR a lancé plusieurs appels d'offres :

- **En avril**, le FRR a lancé un premier appel d'offres portant sur la dette privée d'entreprises françaises pour un montant indicatif de 300 millions d'euros. Ce marché se décompose en deux lots. Le premier lot est destiné à financer les entreprises par du placement privé (émission obligataire ou prêt) ; le second lot est destiné à financer la dette d'acquisition des entreprises.
Au terme du processus de sélection, Schelcher Prince Gestion et BNP PAM ont été retenus pour le lot 1 – Placements privés. Le lot 2 – Dettes d'acquisition –, les sociétés Lyxor Institutional AM et Idinvest Partners ont été retenues.
- **En juin**, le FRR a lancé un nouvel appel d'offres portant sur la sélection de fonds de capital investissement. Ce marché porte sur l'investissement à travers de fonds dans des entreprises dont le siège social est situé en France.
Le montant prévisionnel susceptible d'être alloué à cette gestion pourrait s'élever à 400 millions d'euros, et être réparti au maximum entre quatre gestionnaires. La sélection finale des gestionnaires interviendra dans le courant de l'année 2017.
- **En novembre**, le FRR a été lancé un appel d'offres portant sur la sélection de plusieurs gestionnaires capables de créer et de gérer un fonds dédié investi exclusivement sur le segment du capital-risque/innovation en fonds propres ou quasi fonds propres d'entreprises dont le siège social est situé en France. Ces investissements seront destinés à financer les premiers stades de développement de l'entreprise, c'est-à-dire les étapes de création et de croissance. Le montant indicatif alloué à cette stratégie pourrait s'élever à 200 millions d'euros au maximum, qui seront répartis entre quatre gestionnaires au maximum. Pour ce marché, la sélection finale des gestionnaires devrait intervenir dans le courant de l'année 2017.

2016 a également vu la finalisation de la procédure négociée portant sur la sélection des gestionnaires en charge des nouveaux mandats de gestion indicielle actions optimisée avec une approche à la fois environnementale, sociale et de gouvernance (« ESG »). La sélection finale a porté sur trois gestionnaires*, pour un montant global indicatif de 5 milliards d'euros.

Enfin, le FRR a également procédé au renouvellement du marché portant sur l'analyse de la meilleure exécution** ainsi que le marché portant sur l'analyse des risques extra-financiers de son portefeuille***.

* Amundi, Candriam Luxembourg et Robeco Institutional AM B.V.

** Trade Analytics UK Ltd.

*** Vigeo SAS.

En effet, en 2016, les performances des actions américaines (10,7 %), des actions des pays émergents (14,5 %), des obligations d'entreprises à haut rendement (13,9 %) et des obligations des pays émergents (11,6 %) sont supérieures à celle des actions de la zone euro (4,8 %).

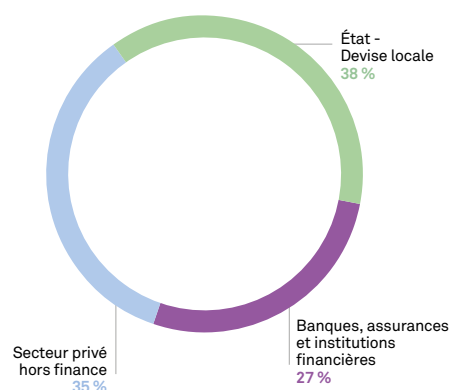
Le reste de la performance (0,22 %) est apporté par les actifs non cotés (capital investissement, infrastructures, immobilier, dette privée), qui y contribuent tous positivement.

Tous les actifs de couverture contribuent positivement aussi à la performance en 2016. Les obligations libellées en euros bénéficient surtout de la baisse des taux : de 1 % à 0,7 % pour le taux 10 ans français. Les obligations d'entreprises libellées en dollars bénéficient plutôt de la baisse des primes de risque : de 1,7 % à 1,2 % fin 2016. En effet, le taux 10 ans US, lui, est en augmentation en 2016 (2,2 % à 2,5 %).

La performance de l'adossement du FRR est de 1,8 % en 2016, contre 4,7 % pour les obligations d'entreprises en euros et 2,5 % pour celles en dollars. Malgré le plus faible poids de ces dernières (17 % et 9,2 % respectivement fin 2016 contre 21,4 % pour l'adossement), les contributions à la performance des actifs de couverture sont assez équilibrées :

- 0,68 % pour les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros ;
- 0,27 % pour les obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars ;
- 0,46 % pour l'adossement au passif.

→ Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31 décembre 2016



LES EXPERTISES ET LA QUALITÉ DES ÉQUIPES DU FRR ONT ÉTÉ RÉCOMPENSÉES PAR DEUX « IPE AWARDS » EN 2016

En 2016, le FRR a été nommé aux IPE* awards (un des événements les plus suivis par les fonds de pension européens) dans les catégories suivantes : fonds de pension français, fonds de réserve européen, construction de portefeuille, spécialiste des gestionnaires d'actifs externes, smart betas, gestion passive.

Le FRR a remporté le 1^{er} prix sur les catégories :

- « smart beta », qui récompense tout le développement des investissements passifs en actions sur indices optimisés et la démarche originale du FRR ; et
- spécialiste des gestionnaires d'actifs externes, qui récompense le travail de sélection et de suivi des gérants externes, dans le cadre de mandats ou de sélection d'OPC.

Pour rappel, en 2015, le FRR avait reçu les prix de la meilleure construction de portefeuille et du meilleur fonds de réserve européen**. En 2014, le FRR avait été désigné meilleur fonds de pension français.

* Investment & Pensions Europe.

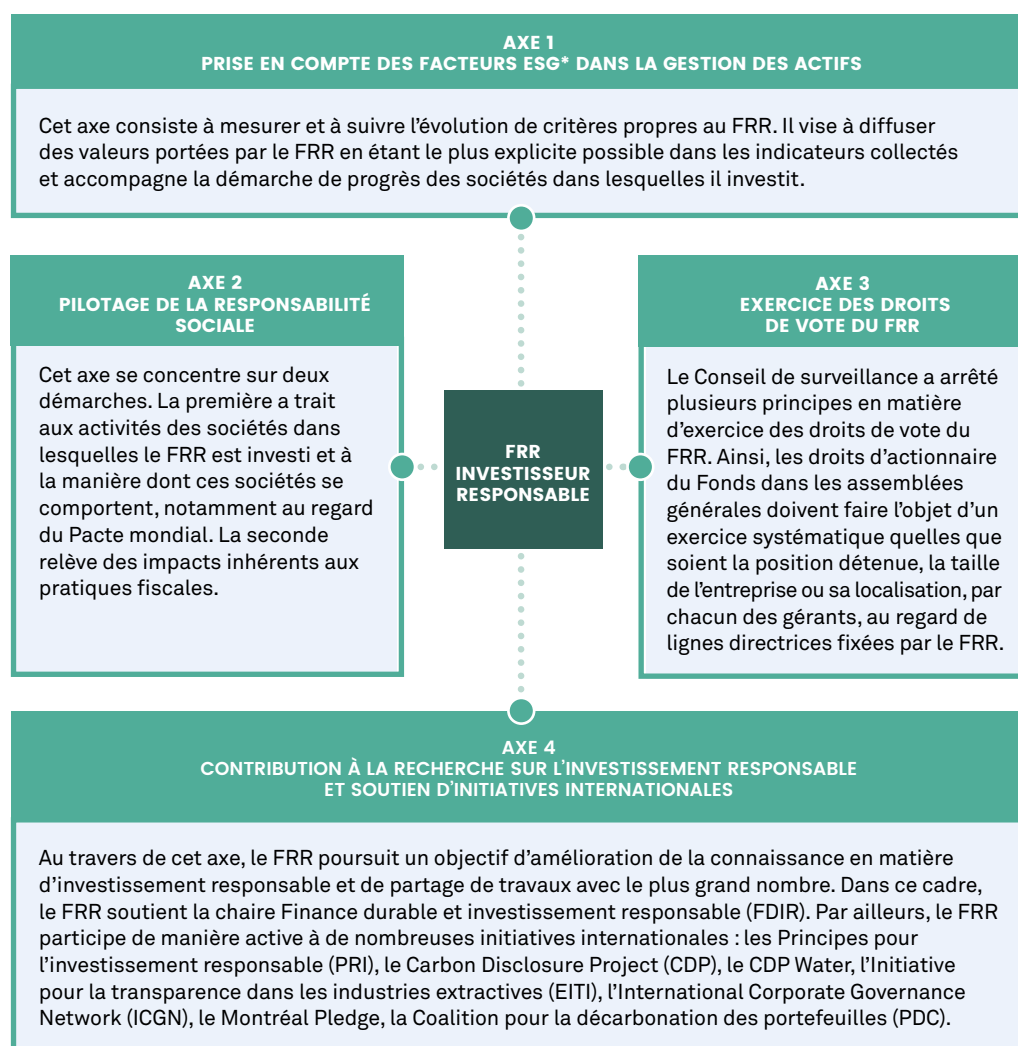
** Avec le fonds NLB Penziskí.

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

LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE POUR LA PÉRIODE 2013-2018

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

FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE : RAPPEL DES PRINCIPES



* Environnementaux, sociaux et de gouvernance.

LE FRR, UN INVESTISSEUR RESPONSABLE

Le FRR exclut le secteur du tabac

La consommation de tabac est responsable de 6 millions de décès par an dans le monde et entraîne des coûts considérables pour les assureurs et les systèmes de santé. Face à ce fléau, l'Organisation mondiale de la santé (OMS), les États et la société civile se mobilisent de manière croissante pour faire régresser la consommation, ce qui pourrait peser à terme sur la performance des entreprises du secteur du tabac. Le FRR considère, en outre, que le dialogue avec ces entreprises ne peut déboucher sur aucun progrès, puisqu'il ne peut leur être demandé que d'arrêter purement et simplement leur activité. C'est pourquoi le FRR a décidé fin 2016 d'exclure l'industrie du tabac de son portefeuille.

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

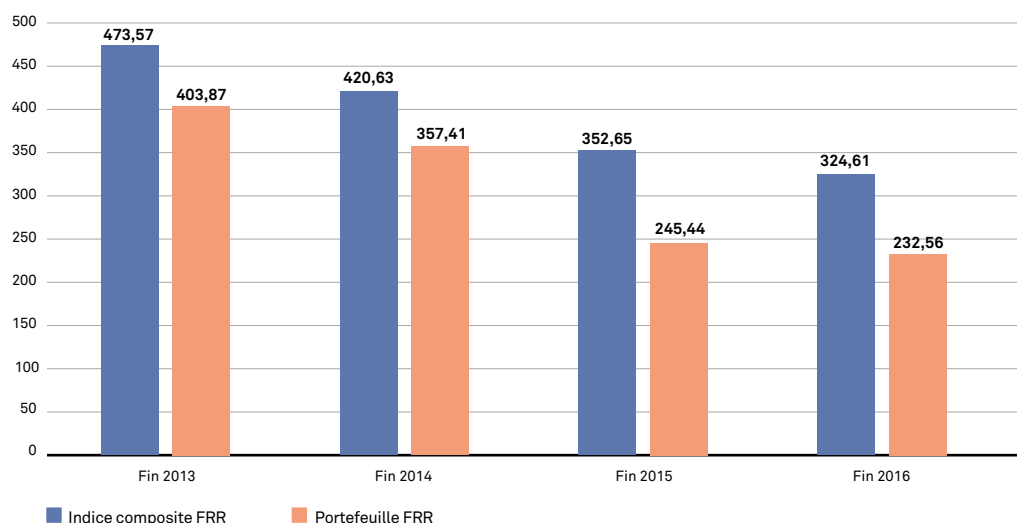
Le FRR a calculé pour la première fois en 2007 l'empreinte environnementale de son portefeuille, dont l'empreinte carbone est une composante. Depuis 2013, le FRR évalue chaque année son portefeuille. En 2016, il a lancé un appel d'offres pour sélectionner un prestataire pour évaluer sur les trois prochaines années l'empreinte environnementale de ses portefeuilles actions et obligations des marchés développés et émergents. L'étude couvre les émissions induites par les activités des entreprises ainsi que par celles de leurs fournisseurs directs. La société S&P Trucost Ltd a été choisie pour mesurer cette empreinte.

Le FRR a fait le choix de mesurer son empreinte carbone selon deux méthodes complémentaires, en capital et en chiffre d'affaires. L'empreinte carbone en capital calculée en tonne d'équivalent CO₂ pour un million d'euros investis représente le montant d'émissions financées par les actifs du FRR, tandis que l'empreinte carbone en chiffre d'affaires des portefeuilles, obtenue en divisant les émissions annuelles en tonnes de CO₂ des entreprises par leur chiffre d'affaires annuel, exprimée en millions d'euros, traduit également une notion d'efficacité des entreprises dans lesquelles le FRR est investi. Au sein de cette dernière mesure, le FRR distingue aussi l'effet sectoriel de l'effet sélection d'actifs au sein de chaque secteur en relatif avec son indice composite.

→ Méthode en chiffre d'affaires (t eq CO₂ / 1 million d'euros de CA)



→ Méthode en capital (t eq CO₂ par million d'euros investis)



Fin 2016, l'empreinte carbone du portefeuille d'actions du FRR s'élève à 272,9 tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 28,9 % à celle de l'indice de référence du FRR¹. L'écart s'est encore creusé en 2016. De 2013 à 2016, le portefeuille du FRR a ainsi réduit son empreinte carbone de 37,5 % tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 17,6 %. Cette performance découle essentiellement du processus de décarbonation en cours depuis 2014 sur les portefeuilles actions en gestion passive.

Par ailleurs, en 2016, pour un million d'euros investi dans le portefeuille du FRR, les émissions absolues sont de 232,6 tonnes équivalent CO₂ soit 28,4 % moins que celles de son indice représentatif.

De 2013 à 2016, le portefeuille du FRR a réduit, selon cette métrique, son empreinte carbone de 42,4 %, tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 31,6 %.

Quelle que soit la méthode utilisée, le portefeuille du FRR, année après année, émet de moins en moins de carbone. Il en émet également moins que son indice représentatif et, grâce à la politique volontariste de décarbonation menée par le FRR sur ses portefeuilles actions, il creuse cet écart.

¹ 15,9% de l'indice MSCI Emerging Markets +42,5% de l'indice FTSE Developed All Cap Excluding Eurozone +41,6% de l'indice FTSE Developed Eurozone All Cap.

LA LOI TRANSITION ÉNERGÉTIQUE POUR LA CROISSANCE VERTE

Bien que n'y étant pas tenu par la loi Transition énergétique pour la croissance verte, le FRR a adopté le cadre défini par la nouvelle obligation d'information pour les investisseurs institutionnels sur l'intégration de paramètres ESG dans leur politique et pratiques d'investissement et, notamment de manière précise sur leur gestion des risques financiers liés au climat (al. 6 de l'article 173 de la loi Transition énergétique pour la croissance verte, extension de l'article 224 de Grenelle II). Ainsi, le FRR a décidé de détailler dans un document dédié, indépendant de ce rapport annuel, ses externalités sociales, environnementales et de gouvernance. Le FRR travaille par ailleurs sur de nouvelles métriques innovantes d'évaluation de ses impacts environnementaux.

Le FRR se désengage du charbon

Ces deux dernières années, le FRR s'est fortement impliqué sur la thématique de la transition énergétique et écologique. Il s'est ainsi engagé dans plusieurs initiatives internationales qui visent à réduire les émissions des gaz à effet de serre (GES) de son portefeuille. Il a également rejoint une coalition d'investisseurs qui demande plus de transparence sur la manière dont les entreprises abordent la transition énergétique.

Pour concrétiser cet engagement, le FRR a mis en place une politique ambitieuse destinée à réduire les émissions de CO₂ de son portefeuille dans sa gestion « bas carbone ». Celle-ci est réalisée par l'intermédiaire d'indices de référence réduisant d'au moins 50 % les émissions de CO₂ par rapport aux indices standards et en demandant aux gérants passifs sur la plupart des autres indices de mettre en œuvre un processus de gestion visant à réduire l'empreinte carbone du portefeuille. Pour aller encore plus loin, le FRR a décidé en 2016 d'exclure de son portefeuille les sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité à partir du charbon dépasse 20 % de leur chiffre d'affaires.

LES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DU FRR

Participation à l'élaboration des « principes pour un investissement responsable » de l'ONU

Début 2005, le Secrétaire général des Nations unies a invité quelques-uns des principaux investisseurs institutionnels internationaux, dont le FRR, à définir ensemble un certain nombre de principes visant à promouvoir l'intégration de pratiques d'investissement socialement responsable dans la gestion financière. À l'issue de six sessions de travail et avec l'aide d'experts représentant les différentes parties prenantes (entreprises, ONG, chercheurs...), ont ainsi été définis les « Principes pour un investissement responsable » (PRI), officiellement signés à New York et à Paris au printemps 2006.

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

Adhésion au Carbon Disclosure Project (CDP)

Soutenue par le Programme des Nations unies pour l'Environnement (PNUE), le CDP est l'une des plus importantes initiatives internationales dans le domaine de l'environnement et du changement climatique. Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des entreprises par rapport à l'environnement, leur consommation d'énergie et les effets du changement climatique, le FRR a apporté son soutien au CDP en 2005, à la veille de l'interrogation des 120 plus grandes entreprises françaises.

Signature du Montreal Pledge

Signé le 25 septembre 2014, durant la conférence des Principes pour l'investissement responsable (PRI) de Montréal, par 35 investisseurs institutionnels, il est soutenu par les PRI et l'initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement (UNEP-FI). Les investisseurs ayant signé le Montreal Pledge s'engagent à publier, chaque année, l'empreinte carbone de leurs investissements en actions.

Participation à la Portfolio Decarbonization Coalition

Initiative collaborative, lancée en septembre 2014, elle vise à réduire les émissions des gaz à effet de serre en mobilisant une masse critique d'investisseurs institutionnels engagés à mesurer et à décarboner leurs portefeuilles. Le FRR s'est placé à l'avant-garde de cette coalition.

Signature de la déclaration sur le changement climatique du sommet de l'ONU organisé le 23 septembre 2014

En signant cette initiative, le FRR s'engage notamment à :

- collaborer avec les autorités pour prendre des mesures qui encouragent le financement de la transition énergétique vers une économie à faible intensité carbone ;
- identifier et évaluer des opportunités d'investissement à faible intensité carbone ;
- développer les capacités des investisseurs à évaluer les risques et opportunités liés au changement climatique et intégrer cela dans les méthodologies d'investissement ;
- favoriser le dialogue avec les sociétés incluses dans les portefeuilles sur le sujet du changement climatique ;
- publier les initiatives prises et les progrès réalisés.

LISTE DES INITIATIVES COLLABORATIVES SOUTENUES PAR LE FRR

En 2016, le FRR a maintenu son implication dans plusieurs initiatives collaboratives et en a rejoint deux nouvelles.

La gestion des risques liés à la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du textile – PRI

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

Les principaux objectifs de l'engagement sont l'amélioration de la transparence, la cartographie des risques sociaux, le développement de relations de long terme avec les fournisseurs et la participation à des initiatives sectorielles.

Le lobbying climatique – PRI/IIGCC

Malgré leurs soutiens affichés aux politiques climatiques, de nombreuses sociétés cotées sont impliquées indirectement dans le lobbying contre ces mêmes politiques climatiques via leurs associations professionnelles. Ce dialogue se concentre sur cette incohérence et vise à améliorer la transparence des activités de lobbying des sociétés cotées en demandant plus de transparence aux entreprises du secteur énergétique sur leur activité de lobbying liée aux enjeux de réchauffement climatique. Cette initiative a été soutenue par 50 investisseurs, représentant 4400 milliards d'euros d'actifs sous gestion (IIGCC Initiative on EU companies lobbying).

Droits humains dans le secteur extractif – PRI

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

Initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE)

Cette initiative vise à renforcer la transparence et la responsabilité des acteurs dans le secteur des industries extractives grâce à la vérification et à la publication complète des paiements effectués par les entreprises et des revenus

perçus par les gouvernements dans le cadre de l'exploitation des richesses minières, pétrolières et gazières. En soutenant l'ITIE, le FRR invite l'ensemble des entreprises des secteurs concernés directement ou indirectement dont il est actionnaire à y participer, et engage celles qui se sont déjà engagées à soutenir l'initiative à tenir un rôle actif dans sa mise en œuvre.

« Statement on ESG in credit ratings » (avril 2016)

Aux côtés de six agences de notation, dont S&P et Moody's, et 100 investisseurs internationaux, représentant 16 000 milliards de dollars d'actif, le FRR a signé une déclaration conjointe pour une prise en compte plus systématique des critères ESG dans l'évaluation des émetteurs. C'est une étape importante de la prise en compte des facteurs ESG dans la gestion d'actifs.

« Global Investor Letter to the G20 » (juillet 2016)

Le FRR a signé avec 129 investisseurs institutionnels une lettre adressée aux leaders du G20 en vue du sommet qui s'est tenu les 4 et 5 septembre 2016 en Chine. Ce courrier invite le G20 à adopter des mesures permettant de lutter contre le changement climatique.

Des collaborateurs engagés

Olivier Rousseau, membre du Directoire, est membre du comité de pilotage la Coalition pour la décarbonation des portefeuilles (PDC).

Anne-Marie Jourdan, directrice juridique du FRR, est membre du conseil d'administration de l'ICGN (International Corporate Governance Network).

RISQUES EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE

Depuis 2008, le FRR s'est doté d'un dispositif lui permettant de suivre et de prévenir les risques extra-financiers qui peuvent avoir un impact sur ses investissements mais aussi sa réputation. En effet, des risques pour le FRR peuvent naître du non-respect, par des entreprises dans lesquelles il est investi, de principes universellement reconnus, tels que ceux du Pacte mondial des Nations unies et ceux de bonne gouvernance ou encore de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier les Conventions d'Ottawa² et d'Oslo³.

² Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction.

³ Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des bombes à sous-munitions et sur leur destruction.

Un appel d'offres, lancé en 2016, a permis de sélectionner un nouveau prestataire pour réaliser l'évaluation des risques extra-financiers du portefeuille du FRR. Ainsi, pour la première fois, la société Vigeo Eiris a analysé le portefeuille du FRR arrêté à fin 2016.

Analyse du portefeuille par zone géographique

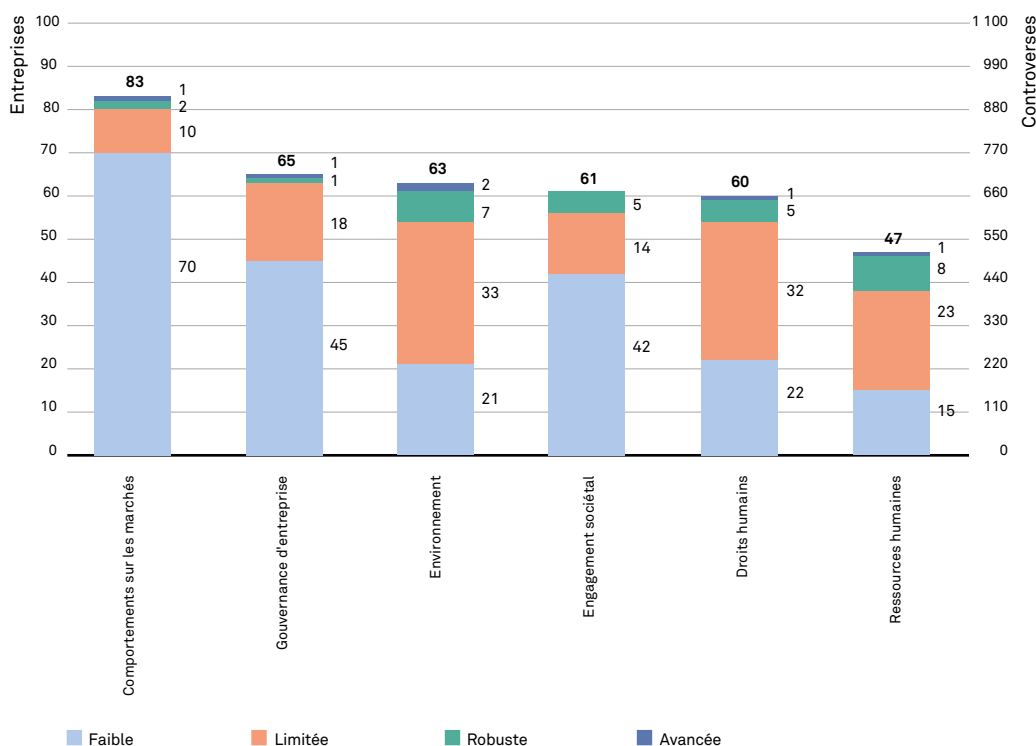
Les 2 481 valeurs du portefeuille consolidé du FRR couvertes par la recherche Vigeo Eiris se répartissent sur deux zones : pays développés et pays émergents. La zone pays développés est composée de trois régions continentales : Amérique du Nord, Europe et Asie Pacifique. L'Amérique du Nord est la plus représentée et aussi celle concentrant la plus grande part d'entreprises controversées.

Analyse par pays

Toutes zones confondues, et parmi les dix pays concentrant le plus d'entreprises très controversées, on compte neuf pays développés dont cinq pays européens (Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie et Espagne), deux pays nord-américains (Canada et États-Unis) et deux pays d'Asie-Pacifique (Australie, Japon). La Corée du Sud, classée au 9^e rang, est le seul pays émergent présent dans ce classement.

85 % des entreprises les plus controversées sont originaires de ces dix pays. Les États-Unis sont le pays qui compte le plus d'entreprises soumises à des controverses en valeur absolue. La présence d'entreprises américaines a un impact substantiel sur le portefeuille au niveau consolidé. En effet, elles représentent 33 % des entreprises, 41 % des entreprises les plus controversées et 43 % des controverses. Une explication possible de ce constat tient à la culture prédominante et à la législation existante aux États-Unis, où les citoyens, seuls ou en groupe, ont un accès aisé et fréquent à la justice. Cela est de nature à faire augmenter le nombre de controverses instruites.

→ Analyse par domaines ESG pour les entreprises les plus controversées



À elles seules, et alors qu'elles représentent seulement 3,4 % des entreprises du portefeuille consolidé, les 85 entreprises les plus controversées du portefeuille FRR concentrent 28,5 % des controverses. Ainsi, 47 % des controverses identifiées tous secteurs confondus impactent le domaine Comportements sur les marchés⁴ et 16 % le domaine Gouvernance d'entreprise. Tous domaines confondus, Chevron est l'entreprise la plus controversée avec un total de 56 controverses, dont 26 sur le seul domaine Environnement (soit 10 % des controverses identifiées sur ce périmètre). Cette entreprise fait l'objet d'un

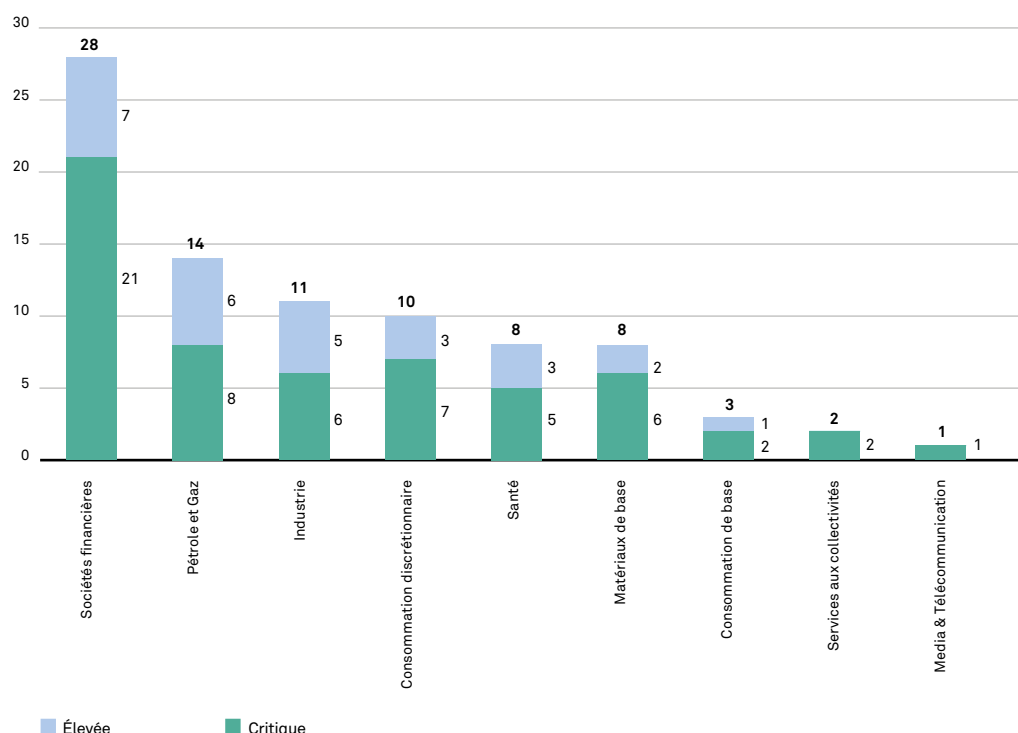
traitement particulier de la part du FRR dans sa stratégie d'engagement. En effet, le FRR a échangé directement avec l'entreprise, en 2015, et poursuit le dialogue dorénavant via des initiatives collaboratives issues de la plateforme des PRI ainsi que via ses gestionnaires.

83 des 85 des entreprises les plus controversées font l'objet d'au moins une controverse dans le domaine Comportements sur les marchés, 65 dans le domaine Gouvernance d'entreprise, 63 dans le domaine Environnement, et 61 dans les domaines Engagement sociétal⁵, 60 dans les Droits humains et 47 dans les Ressources humaines.

⁴ Ce domaine comprend la sécurité du produit, l'information responsable des clients, l'orientation responsable des contrats, la coopération durable avec les fournisseurs, l'intégration des facteurs environnementaux dans la chaîne d'approvisionnement, l'intégration des facteurs sociaux dans la chaîne d'approvisionnement, la prévention de la corruption, la prévention des pratiques anti-concurrentielles et la transparence et l'intégrité des stratégies et des pratiques d'influence.

⁵ Ce domaine comprend des engagements en faveur du développement économique et social du territoire d'implantation, la prise en compte de l'impact sociétal attaché aux produits / services développés par l'entreprise et la contribution à des causes d'intérêt général.

→ Analyse sectorielle des entreprises les plus controversées du portefeuille Nombre et degré de sévérité des controverses des entreprises sur liste de surveillance-consolidé



Les sociétés financières sont celles qui font l'objet du plus grand nombre de controverses au sein de l'univers d'investissement du FRR. Elles sont suivies par le secteur du pétrole et du gaz ainsi que par celui de l'industrie. Par le passé, les sociétés financières ne faisaient pas l'objet

d'autant de controverses. La prédominance de ces sociétés dans l'analyse de 2016, provient à la fois de la méthodologie du nouveau prestataire d'analyse et l'augmentation, au cours des dernières années, des controverses dans ce secteur.

Répartition pays développés, pays émergents

La répartition des controverses est défavorable aux pays développés. En effet, 80 entreprises sont considérées comme très controversées dans cette zone, soit 3,98 % des entreprises analysées.

Concernant les pays émergents, seulement cinq entreprises sont considérées comme très controversées soit 1,07 % des entreprises analysées, soit quatre fois moins que dans les pays développés. La couverture moindre du portefeuille sur cette zone explique en grande partie cette différence. Corrigé de cet effet, le rapport reste néanmoins de 1 à 4.

Exclusions liées aux armes prohibées

Chaque année, le FRR publie une liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement responsable du Conseil de surveillance. Cette liste est mise à jour dans le courant du premier semestre de chaque année et publiée sur le site internet du FRR.

Le FRR a inscrit deux nouvelles entreprises dans sa liste d'exclusions en 2016 et en a retiré deux. En effet, le 31 mars 2016, le Comité de l'investissement responsable a décidé d'intégrer à la liste d'exclusion du FRR, China Poly Group Corporation et S&T Dynamics, pour leur implication dans la fabrication de mines antipersonnel et de bombes à sous-munitions. Dans le même temps, le Comité a décidé de retirer Singapore Technologies Engineering et Temasek Holdings.

Liste d'exclusion du FRR au 31 décembre 2016

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

EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Données statistiques globales sur les votes effectués par le FRR lors de la saison 2016

En 2016, le FRR a voté dans 36 pays et sur un périmètre de 2 176 actions.

En termes d'assemblées générales, cela représente 2 610 assemblées générales, et 72 314 résolutions.

Le FRR a participé à 99,4 % des assemblées générales, soit une absence de participation à seulement 16 assemblées générales, ce qui ne représente que 0,6 % des assemblées générales totales.

Les difficultés rencontrées par les gestionnaires du FRR, et les éventuelles absences de vote proviennent souvent du particularisme de la réglementation locale, notamment par le blocage des titres avant l'assemblée générale, ou en cas de

« split voting⁶ ». Enfin, il faut noter que même si les gestionnaires ont l'obligation systématique de voter sur les titres en portefeuille, en raison du « rebalancement » périodique des indices dans le cadre des gestions indicielles, il peut arriver que ces derniers ne puissent pas voter sur un titre en raison de son blocage plusieurs jours avant l'assemblée générale. Les principaux pays ayant donné lieu au rejet de votes sont les suivants :

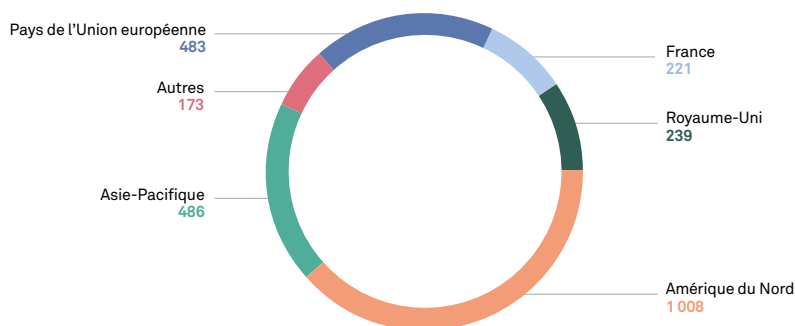
- l'Allemagne (titre bloquant) ;
- l'Italie (titre bloquant) ;
- la Norvège (titres bloquant) ;
- le Luxembourg (titre bloquant) ;
- la Suisse (titre bloquant) ;
- le Portugal (split voting) ;
- l'Espagne (autre raison).

⁶ Situation où plusieurs gestionnaires doivent voter simultanément sur un même titre. Seules quelques législations interdisent le « split voting ».

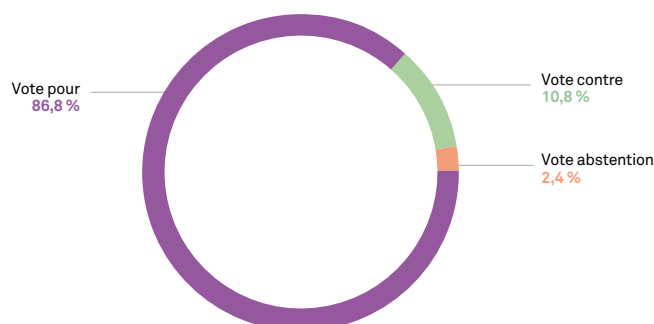
En effet, même si les gestionnaires du FRR ont pour obligation d'éviter l'absence de vote, la participation des gestionnaires aux assemblées générales est soumise au « rebalancement » et à la conservation du titre dans les indices de référence. C'est la raison principale de la forte contribution de ces mandats aux votes rejetés.

En termes de répartition des votes, le nombre de votes en faveur des résolutions (« pour ») est relativement stable à travers le temps, et s'élève à 86,8 % en 2016. Ce chiffre s'explique par la diversification géographique des investissements du FRR. Par conséquent, et même en cas de saison d'assemblées générales houleuses dans un pays, les autres pays ne seraient pas nécessairement impactés, ce qui explique ce taux relativement stable de votes « pour » au sein du portefeuille du FRR.

→ Répartition des assemblées générales par zone géographique



→ Répartition des votes



Évolution du portefeuille du FRR dans le contexte des assemblées générales de 2016

En tant qu'investisseur institutionnel, le FRR est investi sur les principaux marchés mondiaux et participe donc aux assemblées générales d'émetteurs localisés dans l'un des 36 pays du portefeuille. Les pratiques en matière de gouvernance observées dans les sociétés de petites et moyennes capitalisations sont différentes de celles des sociétés de grandes capitalisations. Cette diversification des investissements entraîne nécessairement des problématiques de comparabilité d'une société à une autre, par exemple celles en matière de diversification et de composition du conseil d'administration. Il existe donc différentes tendances susceptibles d'être prises en compte, celles à l'échelle globale du portefeuille, peu évocatrices mais témoignant de macro-tendances susceptibles d'être partagées par les marchés, et celles à l'échelle locale, plus homogènes.

Si l'on se positionne sous l'angle d'une petite ou d'une grande capitalisation, différentes tendances transparaissent. L'opposition sur les petites capitalisations est souvent plus marquée. En effet, le niveau de transparence y est souvent moindre, notamment concernant la détermination des critères de performance déclenchant les rémunérations variables (allocations d'options ou d'actions de performance). C'est d'ailleurs cette catégorie de résolutions qui fait l'objet des plus vives contestations. Les résolutions portant sur le plafonnement des augmentations de capital social sont vivement débattues puisque les petites et moyennes capitalisations cherchent souvent à s'octroyer une plus grande flexibilité en la matière. Enfin, les conventions réglementées entre les sociétés et leurs éventuelles holdings peuvent apparaître opaques et déclencher un vote négatif des investisseurs. Pour autant, il faut noter que les petites et moyennes capitalisations intègrent de plus en plus la question de la gouvernance.

Certains pays comme l'Allemagne ont vu le nombre de vote contre les rémunérations augmenter sensiblement, avec un taux d'opposition avoisinant celui de 2010.

Contrairement aux petites et moyennes capitalisations, le taux d'approbation moyen pour les résolutions de type « say on pay » des grandes capitalisations est en augmentation pour l'année 2016 (indice CAC 40).

Avec l'amendement à la loi Sapin 2 visant à limiter la rémunération des dirigeants, le vote des actionnaires réunis en assemblée générale contraindra désormais le conseil d'administration. Il s'agit là d'un progrès et d'une véritable

force d'opposition susceptible d'être exercée par l'actionnaire. Ce point sera donc à observer pour la saison 2017.

Par ailleurs, l'intégration des enjeux environnementaux semble s'ancrer, et les sociétés tendent de plus en plus à mettre en avant leur responsabilité sociétale et environnementale. Dans ce contexte, l'intégration de ces nouveaux enjeux à la stratégie globale de l'entreprise matérialise les prémices d'une performance fondée sur des critères durables, démontrant peut-être une prise de conscience des risques liés à la transition énergétique et écologique. Il s'agit là aussi d'un point positif à souligner.

Enfin, la tendance en faveur de la parité au sein des conseils d'administration se poursuit. Si le FRR défend ce point, il n'en demeurera pas moins attentif au fait qu'un conseil d'administration se doit d'être doté d'administrateurs compétents et disponibles.

Gestion et maîtrise des risques

LA GOUVERNANCE DE LA GESTION DES RISQUES

Depuis la réforme des retraites de 2010, le Conseil de surveillance adopte chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion destiné à assurer un niveau élevé de couverture du passif. Les investissements du FRR sont principalement réalisés sous forme de mandats délégués à des gestionnaires. Le FRR est également autorisé à investir directement dans des OPC, dans la limite de 20 % de son actif, hors OPC monétaires. Un comité des risques examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. En outre, ce comité examine les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques qui leur sont applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et animé par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une présentation lors des réunions du Directoire.

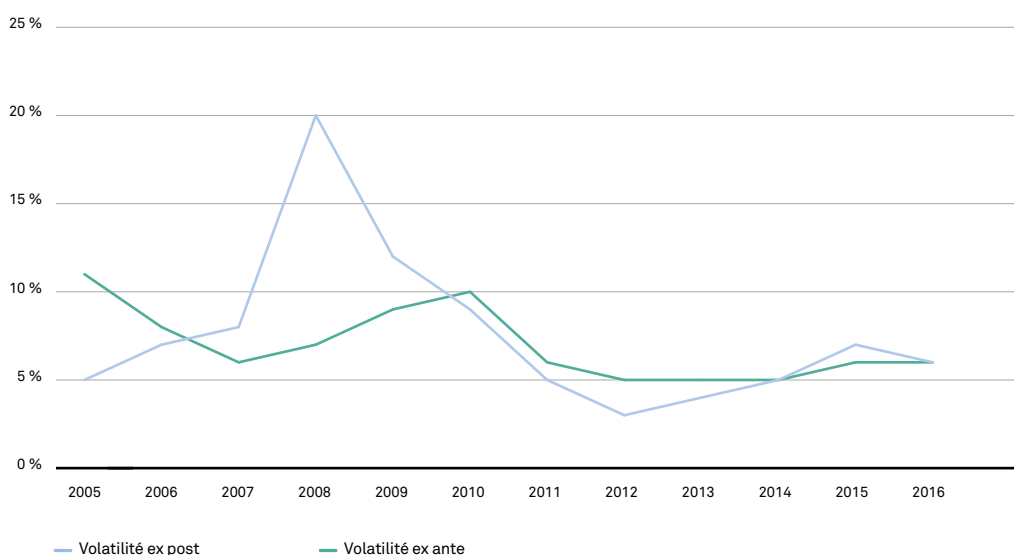
Le Département de la performance et des risques financiers est également convié à différents comités spécialisés du FRR (Comité stratégie d'investissement, Comité de sélection des gérants) et émet un avis en tant que de besoin. Il participe, en outre, à différentes instances internes (Comité d'investissement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

LES RISQUES FINANCIERS

Le risque de gestion actif-passif

C'est le risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES et de la CNAV, qui sont les deux bénéficiaires identifiés du Fonds. Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024 et restituer à partir de 2020 à la CNAV la soulte CNIEG, qui s'élève à 4,82 milliards d'euros à fin 2016 et évoluera en fonction de la performance du FRR. Sur l'année, le

→ Volatilités annuelles constatées du portefeuille



surplus a augmenté de 1,17 milliard d'euros essentiellement grâce aux actifs de performance, et s'élève au 31 décembre 2016 à 14,27 milliards d'euros (après revalorisation de la soultte CNIEG), soit une performance du surplus sur l'année 2016 de 8,96 %. Ce niveau traduit la capacité du FRR à respecter ses engagements de passif et sa création de valeur pour l'État.

Les risques de marchés du portefeuille

Le niveau de volatilité annualisée de l'ensemble du portefeuille reste faible par rapport à l'historique du FRR, que ce niveau soit mesuré ex-ante (volatilité attendue du portefeuille) ou ex-post (volatilité constatée a posteriori).

La volatilité annuelle ex-post de la valeur de l'actif du FRR a été de 6,28 % en 2016 (contre 6,85 % en 2015) pour un rendement annuel de 4,97 % (contre 3,08 % en 2015). La volatilité ex-ante est de 6,5 % au 31 décembre 2016, contre 6,27 % un an plus tôt.

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

Ainsi, la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 16,4 % de l'actif du FRR (contre 14,3 % fin 2015), soit 5,92 milliards d'euros. Cette augmentation s'explique par l'accroissement de la part des actifs risqués en 2016 ainsi que par une meilleure

appréciation des risques financiers sur les instruments optionnels du fait du rétablissement au cours de l'année 2016 de l'outil RiskManager de MSCI.

Le risque sur les actifs de performance

Les actifs de performance (principalement des actions) représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. Leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 15,9 % de l'actif du FRR, soit 5,73 milliards d'euros (contre 13,5 % fin 2015).

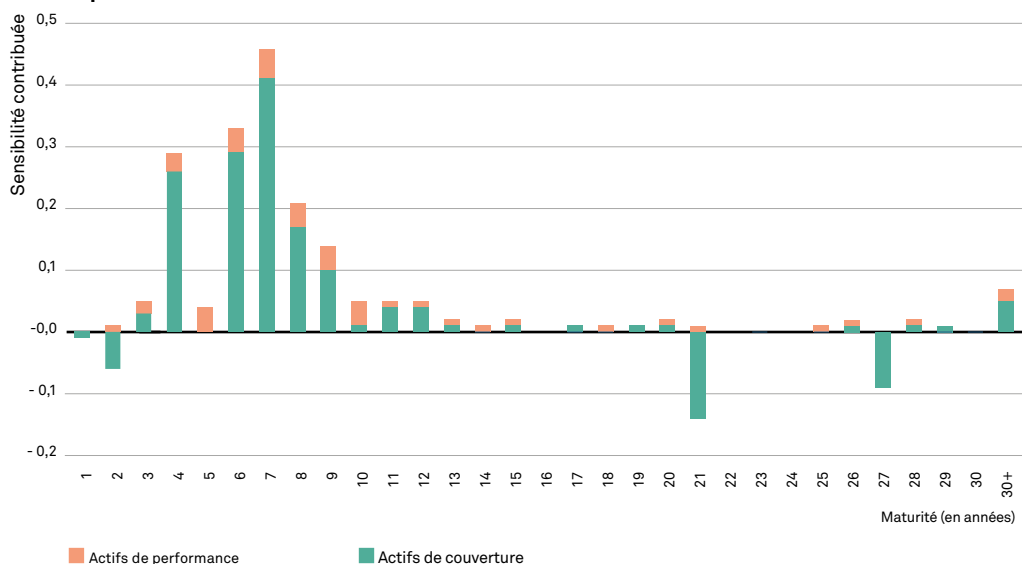
Le risque de taux d'intérêt

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 0,6 % sur les actifs de couvertures du FRR, soit 0,2 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 0,8 % à fin 2015). Cette baisse du risque s'explique par la diminution du poids relatif des actifs obligataires dans le portefeuille du FRR.

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux a diminué de 2,48 fin 2015 à 1,65¹ fin 2016. Ainsi, désormais, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR ne baisserait plus que de 1,65 %, soit environ 0,59 milliard d'euros. Ce niveau de sensibilité du portefeuille du FRR tient compte de la

¹ Y compris les actifs de taux de la poche de performance.

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



réduction de l'exposition au risque de taux des actifs de crédit de bonne qualité par la mise en place de couvertures tactiques.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse de la valeur du passif du bilan du FRR de 3,81 % du fait de la baisse de valeur des engagements à taux fixe (sa sensibilité était de 4,26 fin 2015 et va continuer à se réduire à mesure que se réduit le nombre de paiements dus à la CADES).

Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêts de 2015 et 2016. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NC
31/12/2015	1 %	40 %	23 %	27 %	8 %
31/12/2016	1 %	31 %	27 %	28 %	13 %

La qualité globale du portefeuille de crédit du FRR en 2016 est légèrement inférieure à celle de 2015 puisque 87 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature (« catégorie investissement ») contre 91 % en 2015. Cette évolution par rapport à 2015 est due :

- d'une part à la diminution du poids des OAT à court terme dans l'actif du FRR qui sont notées en catégorie AA et qui ont été remplacées par des titres de créance émis par des banques nationales et internationales (disposant généralement d'une notation en catégorie A) ; et
- d'autre part à la recherche de meilleur rendement via une hausse des investissements moins bien notés (au sein des nouveaux mandats de crédit de bonne qualité qui autorisent une diversification marginale en dehors de la catégorie « investissement ») ou pas notés (dans les nouveaux fonds de dettes privées de financement de l'économie).

Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme de gré à gré avec des contreparties bancaires (swaps, change à terme). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures : notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS² Bank, limites par contrepartie. Fin 2016, l'exposition globale du FRR au risque de contrepartie est de 46 millions d'euros, son évolution dépend principalement des variations du taux de change EUR/USD.

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. Depuis un 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 risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Dans l'allocation stratégique, le risque de change sur les actifs de performance est en principe couvert à 90 %, à l'exception des actifs libellés en devises émergentes pour lesquels le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Néanmoins, le FRR dispose d'une marge de flexibilité sur son niveau de couverture, sous réserve que son exposition totale au risque devise reste inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). En 2016, le niveau de couverture de l'exposition aux devises développées hors euro (essentiellement l'USD), a été augmenté par rapport à l'année 2015, et est revenu à la norme de 90 % après avoir été substantiellement inférieur depuis avril 2014. Concernant les actifs de couverture, le risque de change est totalement couvert depuis 2011.

² « Continuous Linked Settlement » : système de compensation et de règlement qui diminue le risque de contrepartie.

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 se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (« tracking error » ou TE). 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 2016, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de TE définies dans certains mandats de gestion, toutefois quelques dépassements de faible importance ont été constatés, notamment dans les phases de mise en place des nouveaux mandats.

À la fin de l'année 2016, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 93 points de base. Cet écart comprend, d'une part, les effets de sélection (gestion active des gérants, choix d'indices différents de ceux de l'allocation stratégique...), et d'autre part des effets de la gestion flexible (sur ou sous-expositions tactiques de classes d'actifs et ajustements des couvertures des risques de change et de taux).

Parallèlement à l'autorisation faite aux nouveaux gérants 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 nouvelle limite définie relativement à leur benchmark. Cet encadrement repose sur la mesure de la Sensibilité pondérée par le spread (SPS) de tous les titres de leur portefeuille, qui reflète ainsi le niveau de risque de crédit pris à travers ces deux expressions : la rémunération perçue par les investisseurs en rémunération du risque pris (le « spread » ou prime de risque) et la durée d'exposition à ce risque (la « duration »). La comparaison de la SPS du portefeuille de chaque gérant à celle de son benchmark de gestion (ne comprenant que des titres de catégorie « investissement ») permet d'apprécier et de limiter son exposition crédit relative à son benchmark.

Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés

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

Le FRR applique les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers défini-

nis par la réglementation AMF³ de novembre 2011 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC. Ces principes proposent deux méthodes de mesure mises en œuvre par le FRR.

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

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. La valeur de l'engagement à fin 2016 est de 25,86 % de la valeur du fonds, contre 18,40 % à fin 2015. Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 % même dans le cas de l'intégration des couvertures systématiques par des options destinées à maîtriser la volatilité de la performance d'une partie des actions détenues par le FRR (telles que prévues initialement dans l'allocation stratégique de 2015).

Le risque de liquidité des actifs gérés

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

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 ou de capital investissement).

LES RISQUES OPÉRATIONNELS

C'est le risque de perte résultant de processus internes défaillants ou inadaptés ou d'événements externes, qu'ils soient de nature délibérée, accidentelle ou naturelle.

Les incidents opérationnels d'origine interne et externe sont recensés et analysés au fil de l'eau. Ils font l'objet d'une présentation et d'un suivi en comité des risques (mesures correctrices, indemnisations, plans d'amélioration). Ils font également l'objet d'un suivi régulier en comité d'audit. Dans ce cadre, le FRR suit les incidents opérationnels et les sanctions réglementaires touchant ses prestataires de gestions déléguées ainsi que ses prestataires essentiels.

³ Autorité des marchés financiers.

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 d'un fournisseur, crue de la Seine, incendie, pandémie...). L'analyse des impacts et conséquences financières et non financières de différents scénarios de nature à compromettre la continuité de l'activité du FRR a fait l'objet d'une actualisation en 2016. Les différentes mesures de gestion de crise et de gestion de la continuité du FRR ont pu être testées dans le cadre de l'exercice de Place européen Sequana 2016, ainsi que lors de l'épisode de crue de la Seine de juin 2016.

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie également sur des exercices réguliers d'auto-évaluation des risques permettant d'établir une cartographie des risques actualisée et des risques résiduels. La refonte en tant que de besoin de processus clés (description précise des rôles et responsabilités et structuration des contrôles des différentes lignes de défense) contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels.

LA CONFORMITÉ

La déontologie

Le FRR veille à tous les niveaux à ce que ses collaborateurs respectent un cadre déontologique très strict.

Le cadre déontologique applicable aux trois membres du Directoire est défini par le code de la Sécurité sociale. Par ailleurs, un code de déontologie définissant les règles de bonne conduite professionnelle et personnelle s'applique à l'ensemble du personnel. Les risques déontologiques de blanchiment et de financement du terrorisme font également l'objet de diligences spécifiques dans le processus de sélection des gérants et des investissements.

La conformité des investissements et du portefeuille

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

Le contrôle du respect de la conformité constitue un élément essentiel du dispositif de contrôle interne. Dans ce contexte, le FRR :

- contrôle quotidiennement le respect par les gérants de leurs obligations contractuelles ;
- vérifie également que les investissements réalisés via des OPC et fonds de dettes sont conformes aux règles internes ;

- s'assure enfin du respect de ses ratios réglementaires (dispersion par émetteur, emprise sur le capital des sociétés détenues, emprise sur les OPC, exposition au risque devises, exposition aux fonds collectifs, différents ratios d'engagement).

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 présentation et d'un suivi en comité des risques.

Organisation et coûts

ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

Après une réduction significative de son plafond d'emplois, passé de 56 en 2010 à 48 en 2014, puis une année de stabilisation en 2015 où des promotions internes ont été privilégiées, le FRR a continué en 2016 à renforcer son organisation afin de pouvoir assurer ses missions, par le recrutement de collaborateurs expérimentés.

À la suite de la décision, en août 2015, d'orienter 2 milliards d'euros vers le financement de l'économie française, le Directoire a souhaité, lors des discussions budgétaires, renforcer les compétences du FRR par la création en 2016 d'un poste dédié au capital investissement. Un recrutement a donc été réalisé, portant les effectifs du FRR à 49 collaborateurs permanents, dont 41 sous contrat Caisse des dépôts.

Au cours des prochaines années, le FRR poursuivra son effort de sécurisation des processus et d'adaptation des ressources humaines et informatiques, tout en veillant à la maîtrise des dépenses.

Le FRR a continué en 2016 à renforcer son organisation afin de pouvoir assurer ses missions, par le recrutement de collaborateurs expérimentés.

LES COÛTS DU FRR

Le total des charges pour l'année 2016 s'est élevé à 63 millions d'euros contre 119 millions d'euros en 2015, soit en baisse de 47 %. Cette forte diminution résulte de la baisse des frais de gestion, comprenant les frais fixes et variables, les frais sur le mandat « overlay », les frais sur titres et les charges techniques sur TVA, qui s'élèvent à 39,2 millions d'euros contre 95,4 millions d'euros en 2015. En effet, si les frais fixes ont légèrement augmenté, les frais variables comptabilisés en 2016 sont en forte diminution par l'effet cumulé d'une baisse des commissions versées en 2016 et de la reprise d'une provision passée en 2015, qui s'est finalement révélée supérieure à la commission versée. Par ailleurs, l'année 2016 a vu une hausse du coût du mandat « overlay » (+ 59 %) due à la montée en charge de l'activité « placement des liquidités » et à une hausse annoncée des tarifs du prestataire.

Au total, l'ensemble des frais de gestion (39,2 millions d'euros sur 63 millions d'euros de charges d'exploitation) représente 62 % du total des charges, contre 80 % en 2015 (95,4 millions d'euros sur 119 millions d'euros).

Les frais de conservation se sont élevés à environ 10 millions d'euros cette année.

Enfin, les autres coûts, correspondant à l'enveloppe limitative (frais de personnel, informatique et autres frais généraux), sont en légère baisse à 14,0 millions d'euros contre 14,4 millions d'euros en 2015. Ils représentent moins de 4 points de base par rapport à l'actif sous gestion.

Les instances dirigeantes

CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 31 mars 2017

PRÉSIDENT **Alain Vasselle**

MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Michel Issindou, *suppléant* Charles de Courson

Bérangère Poletti, *suppléante* Gisèle Biemouret

MEMBRES DU SÉNAT

Francis Delattre, *suppléant* Dominique de Legge

Jean-Marc Gabouty, *suppléant* Georges Labazee

PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

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

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

Confédération générale du travail

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

Confédération générale du travail – Force ouvrière

Philippe Soubirous, *suppléant* Philippe Pihet

Confédération française démocratique du travail

Frédéric Sève, *suppléante* Virginie Aubin

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni, *suppléant* Pierre Alexis Van Den Boomgaerde

Confédération française de l'encadrement – CGC

Pierre Roger, *suppléante* Marie-Christine Oberst

REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

Mouvement des entreprises de France

Arnaud Chneiweiss, *suppléant* Éric Delabrière
Delphine Benda, *suppléante* Émilie Martinez
Alain Leclair, *suppléant* Jean-Claude Guéry

Confédération générale des PME

Alain Duffoux, *suppléant* Georges Tissié

Union professionnelle artisanale

Catherine Foucher, *suppléant* Michel Bessy

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

Thomas Fatome, *suppléant* Jonathan Bosredon

Morgan Delaye, *suppléant* David Hoyrup

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

Corso Bavagnoli, *suppléant* Thomas Groh

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

Denis Morin, *suppléant* Jean-François Juery

DIRECTOIRE

PRÉSIDENT **Pierre-René Lemas**

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier

Olivier Rousseau

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

PRÉSIDENT **Olivier Rousseau**

MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

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

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

Jean-François Marie, ancien dirigeant de société
financière

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

Organigramme*

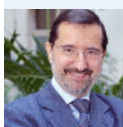
Conseil de surveillance

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

Directoire



Président :
Pierre-René Lemas



Membre :
Yves Chevalier



Membre :
Olivier Rousseau

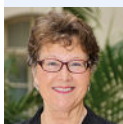
Assistante : Brigitte Dahan

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président : **Olivier Rousseau**



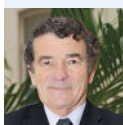
Membre :
Thierry Coste



Membre :
Catherine Guinefort



Membre :
Jean-François Marie



Membre :
Marcel Nicolaï

AGENCE COMPTABLE



Patrick Hédé
Thierry Tacinelli,
Marie-Christine Huguet

* Au 31 mars 2017.

Direction des opérations et des risques

 Yann Derrien Assistantes : Martine Carton, Nathalie Lalande	
DÉPARTEMENT RESSOURCES HUMAINES ET CONTRÔLE DE GESTION  Jérôme Houbine Nicolas Umbach-Bascone, Romaric Bolzan, Natacha Pézeron	SYSTÈMES D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS  Sabine Botras Catherine Sanglar, N...
DÉPARTEMENT GESTION DES RISQUES FINANCIERS ET PERFORMANCE  Pierre Leygue Abdelouahid Akarkoub, Frédéric dall'Armellina, Antoine Dupaquis, Joanne Letendrie-Garrick, Kevin Mercier, Jérôme Nedelec, N...	DÉPARTEMENT MIDDLE-OFFICE  Bernard Pariset Suivi opérationnel des mandats Duc Tien Bui Van, David Marques, N... Contrôle interne comptable Mordi Kadosch, Alain Brivet
RISQUES OPÉRATIONNELS  Yann Derrien et un collaborateur	

Direction financière

 Salwa Boussoukaya-Nasr Assistante : Karine Bocquet	
DÉPARTEMENT GESTION DÉLÉGUÉE  Cristel Hauton Sarac Sélection des gérants Hervé Seignol, Charles-Antoine Poupel Investissement responsable Mickaël Hellier Suivi des mandats Vincent Cordier, Victoire Costa de Beauregard, David de Souza, Patricia Glon, François Tirmarche, Jeremy Willems	DÉPARTEMENT DE L'ALLOCATION D'ACTIFS  Pierre-Olivier Billard Adjoint Christophe Roger Hervé Amourda, Pauline Mercier, Johann Tourne, N...

Direction juridique et communication

 Anne-Marie Jourdan Marie-Catherine duchamp, Alexa Sudici, Alexandre Van Ooteghem	
---	--

Éléments financiers

Rapport annuel 2016

Synthèse financière et comptable

Le résultat 2016 est excédentaire de 746 millions d'euros, après un résultat 2015 également positif de 1,5 milliard d'euros.

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

Le fonds a versé cette somme à la CADES le 25 avril 2016, enregistrant une réduction de ses capitaux permanents à due concurrence.

Les comptes de l'année 2016 confirment cependant la robustesse de la situation financière du FRR, déjà constatée en 2015 et 2014.

La contribution CNIEG est valorisée à 4,817 milliards d'euros, en progression de 236 millions d'euros. Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 35,562 milliards d'euros.

Le résultat financier 2016 est excédentaire de 810 millions d'euros, après un résultat financier 2015 également positif de 1,619 milliard d'euros.

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts, déjà positifs en 2015 à 2,949 milliards d'euros s'élèvent à 3,725 milliards d'euros au 31 décembre 2016, en progression de 776 millions d'euros, compensant ainsi la diminution de 809 millions du résultat financier constatée entre les deux exercices.

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

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 700,3 millions d'euros, contre 790,3 millions d'euros en 2015.

Les opérations de change dégagent une perte nette de - 547,7 millions d'euros. La perte constatée au 31/12/2015 s'élevait à - 538,48 millions d'euros.

Les cessions de valeurs mobilières dégagent un excédent de 749,7 millions d'euros, contre 1,405 milliard d'euros en 2015.

Enfin, les instruments financiers à terme enregistrent une perte nette de - 22,6 millions d'euros, contre un gain de 118,4 millions d'euros en 2015.

Le résultat financier 2016 est excédentaire de 810 millions d'euros, après un résultat financier 2015 également positif de 1,619 milliard d'euros.

Bilan au 31/12/2016

ACTIF – en euros	31/12/2016			31/12/2015
	Brut	Amortissement	Net	Net
ACTIF IMMOBILISÉ				
Immobilisations incorporelles				
Autres immobilisations incorporelles	4 806 316,44	- 3 537 204,77	1 269 111,67	1 822 239,42
Immobilisations corporelles				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	- 12 712,31	–	–
TOTAL I	4 819 028,75	- 3 549 917,08	1 269 111,67	1 822 239,42
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation	–	–	–	1 500,00
Créances diverses				
Instruments financiers	26 350 019,02	–	26 350 019,02	14 413 959,96
Opérations de change	9 762 980 950,33	–	9 762 980 950,33	9 641 576 176,57
Instruments financiers à terme	477 225 437,08	–	477 225 437,08	568 205 050,11
Instruments financiers				
Actions et valeurs assimilées	10 037 299 808,04	–	10 037 299 808,04	9 354 008 790,22
Obligations et valeurs assimilées	14 950 847 544,06	–	14 950 847 544,06	16 642 350 593,55
Titres de créances négociables	1 523 201 834,23	–	1 523 201 834,23	920 965 095,75
Organismes de placements collectifs	7 954 314 122,32	–	7 954 314 122,32	5 869 985 081,41
Disponibilités	1 096 286 672,11	–	1 096 286 672,11	3 405 472 259,75
Charges constatées d'avance	142 088,05	–	142 088,05	–
TOTAL II	45 828 506 387,19	–	45 828 648 475,24	46 416 978 507,32
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	45 833 325 415,94	- 3 549 917,08	45 829 917 586,91	46 418 800 746,74

PASSIF – en euros	31/12/2016	31/12/2015
CAPITAUX PROPRES		
Dotations	2 870 680 121,97	2 870 680 121,97
Réserves	6 996 598 240,48	5 496 133 780,00
Écart d'estimation	3 725 577 877,32	2 949 210 368,15
Résultat de l'exercice	746 614 649,95	1 500 464 460,48
TOTAL I	14 339 470 889,72	12 816 488 730,60
DETTES		
Dettes financières		
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 817 195 728,53	4 581 594 321,66
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	14 700 000 000,00	16 800 000 000,00
Dettes d'exploitation	46 092 098,08	79 437 158,89
Dettes diverses		
Instruments financiers	3 536 696,07	11 123 928,00
Opérations de change	9 808 627 457,95	9 995 042 684,15
Instruments financiers à terme	14 994 716,56	34 331 248,99
Produits constatés d'avance	–	782 674,45
TOTAL II	31 490 446 697,19	33 602 312 016,14
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	45 829 917 586,91	46 418 800 746,74

Compte de résultat au 31/12/2016

CHARGES – en euros	31/12/2016	31/12/2015
Services extérieurs	61 605 852,48	117 648 637,20
Rémunération sociétés de gestion	35 767 454,89	
Gestion administrative CDC	21 631 451,62	
Autres	4 206 945,97	
Impôts et taxes et versements assimilés	85 075,91	84 171,54
Taxe sur les salaires	85 075,91	
Charges de personnel	937 017,71	949 040,06
Salaires et traitements	684 743,01	
Charges sociales	252 274,70	
Dotations aux amortissements	553 127,75	520 939,72
Dotations aux amortissements	553 127,75	
TOTAL CHARGES D'EXPLOITATION	63 181 073,85	119 202 788,52
Charges financières	2 635 318 318,99	2 530 257 662,16
Pertes de change	1 051 474 064,89	
Charges sur instruments financiers à terme	702 183 648,23	
Charges sur cession d'instruments financiers	437 962 818,07	
Charges sur options	324 365 370,82	
Autres charges financières	3 833 058,77	
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	115 499 358,21	
TOTAL CHARGES FINANCIÈRES	2 635 318 318,99	2 530 257 662,16
Charges exceptionnelles sur opérations de gestion	–	–
TOTAL CHARGES EXCEPTIONNELLES	–	–
Résultat de l'exercice	746 614 649,95	1 500 464 460,48
TOTAL GÉNÉRAL	3 445 114 042,79	4 149 924 911,16
PRODUITS – en euros	2016	2015
Revenus	700 284 908,31	
Gains de change	503 754 589,74	
Produits sur instruments financiers à terme	679 628 806,36	
Produits sur cession d'instruments financiers	1 187 734 064,03	
Produits sur options	356 937 645,19	
Autres produits financiers	16 750 581,75	
TOTAL PRODUITS FINANCIERS	3 445 090 595,38	4 149 873 898,48
Produits exceptionnels sur opérations de gestion	23 447,41	
TOTAL PRODUITS EXCEPTIONNELS	23 447,41	51 012,68
TOTAL GÉNÉRAL	3 445 114 042,79	4 149 924 911,16

Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2016

RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les OPCVM sont valorisés sur la base de la dernière valeur liquidative connue. Les ETF (Exchange Traded Fund) sont évalués au dernier cours coté.

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

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

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

Les positions de change à terme sont valorisées à la fois, par amortissement linéaire du montant de report/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 trois ans.

Les immobilisations incorporelles essentiellement liées au droit d'utilisation du logiciel

SPIRRIS et aux maintenances associées, sont amorties linéairement sur cinq ans.

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

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

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

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

PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

Bilan

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

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

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

Les « Créances » et « Dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en

instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie), primes sur options, et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).

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

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

Les « Capitaux propres » regroupent :

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

La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

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

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

COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS À L'ACTIF

IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

Immobilisations						Amortissements			Valeur nette comptable
Rubriques et postes	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	
Immobilisations incorporelles	4 806 316,44	232 212,00	- 232 212,00	4 806 316,44	- 2 984 077,42	- 553 127,75	–	- 3 537 205,17	1 269 111,67
SOUS-TOTAL	4 806 316,44	232 212,00	- 232 212,00	4 806 316,44	- 2 984 077,42	- 553 127,75	–	- 3 537 205,17	1 269 111,67
Immobilisations corporelles	12 712,31	–	–	12 712,31	- 12 712,31	–	–	- 12 712,31	–
SOUS-TOTAL	12 712,31	–	–	12 712,31	- 12 712,31	–	–	- 12 712,31	–
TOTAL GÉNÉRAL	4 819 028,75	232 212,00	- 232 212,00	4 819 028,75	- 2 996 789,33	- 553 127,75	–	- 3 549 918,48	1 269 111,67

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances – en euros

	31/12/2016
Liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	15 801 487,26
Ventes en attente de règlement	8 485 823,45
Commissions/ristournes à recevoir	2 062 708,31
TOTAL	26 350 019,02
Liées aux opérations de change	
Achats à terme	105 039 137,69
Devises à recevoir à terme	9 649 429 488,46
Devises à recevoir au comptant	–
Déport	8 512 324,18
TOTAL	9 762 980 950,33
Liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	440 015 503,41
Marge à recevoir	20 909 282,17
Prime sur option	16 300 651,50
TOTAL	477 225 437,08

INSTRUMENTS FINANCIERS

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS

Portefeuille au 31 décembre 2015 – en euros

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

Portefeuille au 31 décembre 2016 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	8 237 847 261,37	1 799 452 546,67	–	10 037 299 808,04
Obligations	13 942 917 721,21	792 870 401,41	215 059 421,44	14 950 847 544,06
TCN	1 522 000 000,00	1 201 834,23	–	1 523 201 834,23
Organismes de placements collectifs	6 508 880 080,00	1 445 434 042,32	–	7 954 314 122,32
OPCVM	5 933 098 383,92	1 055 880 581,39	–	6 988 978 965,31
Autres OPC	575 781 696,08	389 553 460,93	–	965 335 157,01
dont Fonds de capital investissement	56 977 800,00	388 164 457,55	–	445 142 257,55
dont Organisme de titrisation	518 803 896,08	1 389 003,38	–	520 192 899,46
TOTAL	30 211 645 062,58	4 038 958 824,63	215 059 421,44	34 465 663 308,65

	31/12/2016	31/12/2015
Actions	10 037 299 808,04	9 354 008 790,22
Obligations	14 950 847 544,06	16 642 350 593,55
TCN	1 523 201 834,23	920 965 095,75
Organismes de placements collectifs	7 954 314 122,32	5 869 985 081,41
OPCVM	6 988 978 965,31	4 972 618 003,73
Autres OPC	965 335 157,01	897 367 077,68
dont Fonds de capital investissement	445 142 257,55	532 014 708,73
dont Organismes de titrisation	520 192 899,46	365 352 368,95
TOTAL GÉNÉRAL	34 465 663 308,65	32 787 309 560,93

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2016	31/12/2015
< 3 mois	0,29 %	0,24 %
> 3 mois < 1 an	9,76 %	5,71 %
1 à 3 ans	7,99 %	9,96 %
3 à 5 ans	29,01 %	28,54 %
5 à 7 ans	31,17 %	20,47 %
7 à 10 ans	16,34 %	23,91 %
10 à 15 ans	2,81 %	3,67 %
> 15 ans	2,62 %	7,49 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2016	31/12/2015
Taux fixe	96,08 %	97,76 %
Taux indexé	3,08 %	0,00 %
Taux variable	0,84 %	2,24 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

Organismes de placements collectifs								Total
Devise	Actions	Obligations	TCN	OPCVM ¹	Autres OPC			
					OT ²	LP ³ et FCPR		
AUD	189 896 695,03	—	—	—	—	—	189 896 695,03	
CAD	79 240 791,60	—	—	—	—	—	79 240 791,60	
CHF	170 113 727,96	—	—	—	—	—	170 113 727,96	
DKK	54 250 627,47	—	—	—	—	—	54 250 627,47	
EUR	4 855 013 360,55	11 767 481 526,09	1 523 343 922,28	3 336 216 023,45	520 192 899,46	295 366 458,72	22 297 614 190,55	
GBP	524 507 192,20	—	—	13 265 119,49	—	—	537 772 311,69	
HKD	102 430 013,04	—	—	—	—	—	102 430 013,04	
JPY	599 053 307,38	—	—	—	—	—	599 053 307,38	
NOK	17 138 870,43	—	—	—	—	—	17 138 870,43	
NZD	15 297 926,11	—	—	—	—	—	15 297 926,11	
SEK	121 614 215,81	—	—	—	—	—	121 614 215,81	
SGD	43 814 492,91	—	—	—	—	—	43 814 492,91	
USD	3 264 928 587,55	3 183 366 017,97	—	3 639 497 822,37	—	149 775 798,83	10 237 568 226,72	
					520 192 899,46	445 142 257,55		
TOTAL NET								
D'IPA ⁴	10 037 299 808,04	14 950 847 544,06	1 523 343 922,28	6 988 978 965,31	965 335 157,01		34 465 805 396,70	
IPA sur bons du Trésor			- 1 559,35					
IPA sur bons du Trésor étrangers			0,00					
IPA sur certificats de dépôts			- 140 528,70					
Total IPA			- 142 088,05					
TOTAL	10 037 299 808,04	14 950 847 544,06	1 523 201 834,23	7 954 314 122,32			34 465 663 308,65	

1 Dont Exchange Traded Funds.

2 Organismes de titrisation.

3 Limited Partnership : Fonds de capital investissement.

4 IPA : Intérêts perçus d'avance.

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2016 – en euros

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
ACTIONS			
Européennes zone euro	4 855 013 360,55	–	4 855 013 360,55
Européennes hors zone euro	887 624 633,87	–	887 624 633,87
Amérique	3 344 169 379,15	–	3 344 169 379,15
Asie hors Japon	351 439 127,09	–	351 439 127,09
Japon	599 053 307,38	–	599 053 307,38
SOUS-TOTAL	10 037 299 808,04	–	10 037 299 808,04
OBLIGATIONS			
Européennes zone euro	11 767 481 526,09	–	11 767 481 526,09
Amérique	3 183 366 017,97	–	3 183 366 017,97
SOUS-TOTAL	14 950 847 544,06	–	14 950 847 544,06
TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES			
Européens zone euro	1 523 343 922,28	- 142 088,05	1 523 201 834,23
Amérique	–	–	–
SOUS-TOTAL	1 523 343 922,28	- 142 088,05	1 523 201 834,23
ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS			
OPCVM			
Européens zone euro	3 336 216 023,45	–	3 336 216 023,45
Européens hors zone euro	13 265 119,49	–	13 265 119,49
Amérique	3 639 497 822,37	–	3 639 497 822,37
SOUS-TOTAL	6 988 978 965,31	–	6 988 978 965,31
AUTRES OPC			
Fonds de capital investissement			
Europe	295 366 458,72	–	295 366 458,72
Amérique	149 775 798,83	–	149 775 798,83
SOUS-TOTAL	445 142 257,55	–	445 142 257,55
Organismes de titrisation			
Europe	520 192 899,46	–	520 192 899,46
SOUS-TOTAL	520 192 899,46	–	520 192 899,46
TOTAL GÉNÉRAL	34 465 805 396,70	- 142 088,05	34 465 663 308,65

FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

		Panthéon Ventures		Access Capital Partners		Antin Infrastructures		Total		
Engagements à l'origine	EUR		550 000 000		300 000 000		50 000 000	900 000 000		
Engagements à la date d'arrêté	EUR		257 474 250		210 000 000		50 000 000	517 474 250		
Solde de l'exercice précédent	EUR		58 065 750		70 350 000		13 563 812	141 979 562		
Versements de la période (appels de fonds)					2 100 000		808 350	22 108 350		
	EUR		19 200 000							
Reversement provisoire	EUR		- 53 000 000		- 40 320 000		- 21 138 068	- 114 458 068		
Solde à la date d'arrêté	EUR		24 265 750		32 130 000		582 050	56 977 800		
Valorisation à la date d'arrêté	EUR		149 864 797		103 336 342		42 165 320	295 366 459		
		NBEL ⁵		Axa IM Private Equity Europe		Total		NBEL	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	USD	679 993 200	198 000 000	877 993 200	EUR ⁶	561 954 608	163 629 596			725 584 204
Engagements à la date d'arrêté	USD	280 711 144	198 000 000	478 711 144	EUR ⁶	231 983 086	163 629 596			395 612 682
Solde de l'exercice précédent	USD	—	—	—	EUR ⁷	—	8 215			8 215
Versements de la période (appels de fonds)	USD	—	2 110 449	2 110 449	EUR	—	1 916 293			1 916 293
Distribution d'avoirs	USD	- 64 709 422	- 13 035 665	- 77 745 087	EUR	- 58 292 014	- 11 892 801			- 70 184 815
Solde à la date d'arrêté ⁸	USD	—	—	—	EUR	—	—			—
Valorisation à la date d'arrêté	USD	112 993 559	44 982 464	157 976 023	EUR ⁸	107 128 286	42 647 513			149 775 799
Total engagements initiaux (EUR)										1 625 584 204
Total versements nets sur la période (EUR)										- 160 618 240
TOTAL VALORISÉ À LA DATE D'ARRÊTÉ (EUR)										445 142 258

⁵ Neuberger Berman Europe Limited ex Lehman Brother Int. Europe.

⁶ Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,948092 à la date d'arrêté.

⁷ Sur la base d'une parité \$ vs € en date d'opération.

⁸ Les distributions sont imputées sur la valeur du fonds à l'actif du bilan jusqu'au remboursement des montants investis.

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

ORGANISMES DE TITRISATION – en euros

Fonds FCT ⁹	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période		Solde à la date d'arrêté ¹⁰	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs		
Idinvest 1	60 000 000	60 000 000	–	–	- 6 272 220	–	50 764 318
NOVO 1	78 000 000	111 150 000	15 750 000	25 708 049	- 2 376 428	25 776 428	83 098 162
NOVO 2	42 000 000	59 850 000	4 800 000	3 350 000	- 1 784 200	21 084 200	39 653 878
Idinvest 2	80 000 000	80 000 000	1 760 000	1 760 000	–	–	79 709 840
Tikehau	40 000 000	40 000 000	4 400 000	4 400 000	–	–	40 976 920
CM-CIC-Debt Fund 1	80 000 000	80 000 000	18 869 136	18 869 136	- 1 514 712	1 514 712	78 993 360
Idinvest 3	100 000 000	100 000 000	66 000 000	65 500 000	–	500 000	101 468 618
Cerea Dette	50 000 000	50 000 000	–	35 403 017	- 3 893 910	18 788 347	31 714 981
FCT Eurocréances	50 000 000	50 000 000	–	13 672 000	–	36 328 000	13 812 822
SOUS-TOTAL	580 000 000	631 000 000	111 579 136	168 662 202	- 15 841 470	103 991 688	520 192 899

Fonds FPS ¹¹	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Versements de la période		Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs		
FPS Immo Durable	200 000 000	200 000 000	191 200 000	14 354 293	–	176 845 707	23 154 293
NOVI 1	72 500 000	72 500 000	54 243 490	10 875 000	–	43 368 490	32 168 634
NOVI 2	72 500 000	72 500 000	43 210 000	10 875 000	–	32 335 000	45 184 700
BNP PARIBAS FPS FPE	95 000 000	95 000 000	57 000 000	57 000 000	–	–	95 873 826
Meridiam	50 000 000	50 000 000	–	714 033	–	49 290 134	205 351
SOUS-TOTAL	490 000 000	490 000 000	345 653 490	93 818 326	–	301 839 331	196 586 804
TOTAL	1 070 000 000	1 121 000 000	457 232 626	262 480 529	- 15 841 470	405 831 019	716 779 704

⁹ Fonds commun de titrisation.

¹⁰ Solde à la date d'arrêté hors prime d'émission et de souscription.

¹¹ Fonds professionnel spécialisé de type OPCVM (SICAV ou FCP).

DISPONIBILITÉS

Devises – en euros	Total
AUD	7 401 975,01
CAD	4 764 104,97
CHF	9 835 327,00
DKK	284 546,54
EUR	526 862 895,93
GBP	15 722 340,65
HKD	9 788 866,45
JPY	51 297 184,53
NOK	365 014,51
NZD	79 094,38
SEK	473 543,49
SGD	212 531,51
USD	469 199 247,14
TOTAL	1 096 286 672,11

COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU PASSIF

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

Capitaux propres	31/12/2015	Affectation résultat 2015	Résultat 2016	Variation		31/12/2016
				[+]	[-]	
Dotations	2 870 680 121,97	–	–	–	–	2 870 680 121,97
Réserves	5 496 133 780,00	1 500 464 460,48	–	–	–	6 996 598 240,48
Écarts d'estimation	2 949 210 368,15	–	–	776 367 509,17	–	3 725 577 877,32
Résultat de l'exercice	1 500 464 460,48	- 1 500 464 460,48	746 614 649,95	–	–	746 614 649,95
SOUS-TOTAL	12 816 488 730,60	–	746 614 649,95	776 367 509,17	–	14 339 470 889,72
Dettes long terme	31/12/2015					31/12/2016
CNIEG	4 581 594 321,66	–	–	235 601 406,87	–	4 817 195 728,53
CADES + 1 an	16 800 000 000,00	–	–	–	2 100 000 000,00	14 700 000 000,00
SOUS-TOTAL	21 381 594 321,66	–	–	235 601 406,87	2 100 000 000,00	19 517 195 728,53
TOTAL CAPITAUX PERMANENTS	34 198 083 052,26	–	746 614 649,95	1 011 968 916,04	2 100 000 000,00	33 856 666 618,25

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

	2013	2014	2015	2016
Résultats de l'exercice	1 861 038 145,61	1 439 660 130,27	1 500 464 460,48	746 614 649,95

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

DETTES – en euros

ÉCHÉANCIER DES DETTES

	Total	- 1 an	+ 1 an	dont 1 à 5 ans	dont + de 5 ans
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 817 195 728,53	–	4 817 195 728,53	4 817 195 728,53	–
Dette CADES	16 800 000 000,00	2 100 000 000,00	14 700 000 000,00	8 400 000 000,00	6 300 000 000,00
Dettes d'exploitation	46 092 098,08	46 092 098,08	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers	3 536 696,07	3 536 696,07	–	–	–
Dettes liées aux opérations de change	9 808 627 457,95	9 808 627 457,95	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers à terme	14 994 716,56	14 994 716,56	–	–	–
	31 490 446 697,19	11 973 250 968,66	19 517 195 728,53	13 217 195 728,53	6 300 000 000,00

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG – en euros

Capitaux propres au 31/12/2015	12 816 488 730,60
Soulte CNIEG au 31/12/2015	4 581 594 321,66
Abondements 2016	–
Dette CADES au 31/12/2016	16 800 000 000,00
	34 198 083 052,26

QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2016	13,40 %
--------------------------------------	----------------

Abondements

Dotations au 31/12/2015	2 870 680 121,97	2016
Dotations au 31/12/2016	2 870 680 121,97	–

Répartition au 31/12/2016	31/12/2015	31/12/2016	à répartir
Charges d'exploitation	–	- 63 181 073,85	- 63 181 073,85
Résultat financier	–	925 271 634,60	925 271 634,60
Résultat exceptionnel	–	23 447,41	23 447,41

RÉSULTAT GLOBAL	–	862 114 008,16	862 114 008,16
------------------------	----------	-----------------------	-----------------------

Écart d'estimation – Instruments financiers	3 076 665 683,19	3 649 405 363,70	572 739 680,51
Écart d'estimation – Change	22 747 962,29	10 972 131,74	- 11 775 830,55
Écart d'estimation – Change à terme	- 353 265 133,67	-40 304 337,33	312 960 796,34
Écart d'estimation – Dérivés	32 989 409,01	55 728 470,61	22 739 061,60
Écart d'estimation – Fonds de Capital Inv.	390 026 931,22	388 164 457,55	- 1 862 473,67
Écart d'estimation – Organismes de titrisation	- 1 074 699,55	1 389 003,38	2 463 702,93
Écart d'estimation – Options	- 1 817 333,92	- 2 612 713,46	- 795 379,54

ÉCART D'ESTIMATION TOTAL	3 166 272 818,57	4 062 742 376,19	896 469 557,62
---------------------------------	-------------------------	-------------------------	-----------------------

Résultats financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	862 114 008,16
---	----------------

Pourcentage de répartition	13,40 %
-----------------------------------	----------------

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV	115 499 358,21
--------------------------------------	-----------------------

Écart d'estimation	896 469 557,62
--------------------	----------------

Pourcentage de répartition	13,40 %
-----------------------------------	----------------

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV	120 102 048,66
--------------------------------------	-----------------------

Récapitulation

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	115 499 358,21
Écart d'estimation	120 102 048,66

TOTAL	235 601 406,86
--------------	-----------------------

Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2015	4 581 594 321,66
--	-------------------------

CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2016	4 817 195 728,52
---	-------------------------

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes – en euros	31/12/2016
Liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	3 536 696,07
TOTAL	3 536 696,07
Liées aux opérations de change	
Ventes à terme	9 702 368 950,11
Devises à livrer à terme	104 707 059,20
Devises à livrer au comptant	—
Report	1 551 448,64
TOTAL	9 808 627 457,95
Liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	5 682 028,48
Prime sur options	9 312 688,08
TOTAL	14 994 716,56

PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à - 142 088,05 euros. Ils correspondent aux intérêts pré-comptés sur certains titres de créances négociables¹² dont les taux sont négatifs. Ils sont présentés au poste « Charges constatées d'avance » du bilan.

¹² BTF, CDN, Bons du Trésor étrangers, Billets de trésorerie.

COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

CHARGES D'EXPLOITATION – en euros

	Montant
Services extérieurs	61 605 852,48
Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)	21 631 451,62
Rémunération des sociétés d'investissement	35 767 454,89
Autres services extérieurs	4 206 945,97
<i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>3 479 708,51</i>
Impôts et taxes	85 075,91
Personnel	937 017,71
Amortissements	553 127,75
TOTAL	63 181 073,85

TABEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

Catégorie	CDI	CDD	Interim	Autres	Total
Direction	2	–	–	–	2
Cadres	1	–	–	–	1
Employés	4	1	–	–	5
TOTAL	7	1	–	–	8
AUTRES¹³	–	–	–	2	–

¹³ Président du Conseil de Surveillance et Agent Comptable.

ENGAGEMENTS HORS BILAN

Contrats de change à terme – en euros

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	183 145 522,07	1,90 %	702 616,76	0,67 %
CAD	102 255 898,09	1,06 %	17 753 352,89	16,96 %
CHF	164 646 525,12	1,71 %	860 012,23	0,82 %
DKK	51 913 851,82	0,54 %	2 853 658,37	2,73 %
GBP	504 035 365,86	5,22 %	5 581 783,50	5,33 %
HKD	107 195 729,29	1,11 %	6 195 539,93	5,92 %
JPY	595 835 014,27	6,17 %	–	–
NOK	12 353 212,40	0,13 %	–	–
NZD	14 733 956,27	0,15 %	–	–
SEK	102 630 734,70	1,06 %	–	–
SGD	42 125 020,83	0,44 %	1 516 822,31	1,45 %
USD	7 768 558 657,74	80,51 %	69 243 273,20	66,13 %
TOTAL	9 649 429 488,46	100,00 %	104 707 059,19	100,00 %

Titres et espèces en deposit au 31/12/2016 – en euros

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
XS1395021089	CA LONDON 1,25% 14/04/26 EUR	5 000 000,00	4 993 950,00	5 089 739,48
SOUS-TOTAL			4 993 950,00	5 089 739,48
Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	63 000,00	41 873,69	43 251,40
DG.AUD	DEPOSIT AUD	25 200,00	16 960,11	17 300,56
DG.AUD	DEPOSIT AUD	50 400,00	33 918,84	34 601,12
DG.CAD	DEPOSIT CAD	17 474,00	12 200,78	12 353,91
DG.CAD	DEPOSIT CAD	3 992 809,00	2 772 687,67	2 822 870,37
DG.CAD	DEPOSIT CAD	34 948,00	24 402,69	24 707,83
DG.EUR	DEPOSIT EUR	216 047,70	216 047,70	216 047,70
DG.EUR	DEPOSIT EUR	686 913,20	686 913,20	686 913,20
DG.EUR	DEPOSIT EUR	194 044 944,08	194 044 944,08	194 044 944,08
DG.EUR	DEPOSIT EUR	593 069,00	593 069,00	593 069,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	784 350,20	784 350,20	784 350,20
DG.EUR	DEPOSIT EUR	606 600,60	606 600,60	606 600,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	501 451,80	501 451,80	501 451,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	463 532,40	463 532,40	463 532,40
DG.EUR	DEPOSIT EUR	54 843,30	54 843,30	54 843,30
DG.EUR	DEPOSIT EUR	217 003,30	217 003,30	217 003,30
DG.GBP	DEPOSIT GBP	64 600,00	56 207,38	75 679,47
DG.GBP	DEPOSIT GBP	2 625 800,00	3 378 074,73	3 076 148,07
DG.HKD	DEPOSIT HKD	284 000,00	32 862,19	34 728,80
DG.HKD	DEPOSIT HKD	213 000,00	25 120,84	26 046,60
DG.HKD	DEPOSIT HKD	213 000,00	25 004,32	26 046,60
DG.JPY	DEPOSIT JPY	5 940 000,00	51 547,25	48 284,51
DG.JPY	DEPOSIT JPY	1 389 960 000,00	11 434 189,69	11 298 577,15
DG.SGD	DEPOSIT SGD	11 000,00	7 253,91	7 218,79
DG.SGD	DEPOSIT SGD	9 900,00	6 523,18	6 496,91
DG.USD	DEPOSIT USD	161 975,00	149 389,49	153 567,19
DG.USD	DEPOSIT USD	234 918 811,62	216 246 101,24	222 724 637,70
DG.USD	DEPOSIT USD	109 395,00	97 470,60	103 716,52
DG.USD	DEPOSIT USD	1 084 440,00	975 414,74	1 028 148,85
DG.USD	DEPOSIT USD	297 825,00	280 430,07	282 365,48
SOUS-TOTAL			433 836 388,99	440 015 503,41
TOTAL			438 830 338,99	445 105 242,89

AUTRES ENGAGEMENTS – en euros

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

FUTURES SUR CHANGE

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
EC0317	CHI FUTUR EUR/U 0317	USD	4 999,00	1,06	626 444 963,25
TOTAL					626 444 963,25

FUTURES SUR INDICES

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
AP0317	SYD FUTURE SPI2 0317	AUD	4,00	5 631,00	386 585,20
AP0317	SYD FUTURE SPI2 0317	AUD	8,00	5 631,00	773 170,40
ES0317	CHI FUTUR SPMIN 0317	USD	31,00	2 236,20	3 286 191,04
ES0317	CHI FUTUR SPMIN 0317	USD	57,00	2 236,20	6 042 351,27
FCE0117	Mar CAC40 0117	EUR	6 572,00	4 863,00	319 596 360,00
FDAX0317	EUR FUTURE DAX 0317	EUR	1 208,00	11 465,00	346 243 000,00
FESX0317	EUR DJ EURO STO 0317	EUR	41 520,00	3 277,00	1 360 610 400,00
FESX0317	EUR DJ EURO STO 0317	EUR	91,00	3 277,00	2 982 070,00
FESX0317	EUR DJ EURO STO 0317	EUR	288,00	3 277,00	9 437 760,00
FESX0317	EUR DJ EURO STO 0317	EUR	23,00	3 277,00	753 710,00
FESX0317	EUR DJ EURO STO 0317	EUR	91,00	3 277,00	2 982 070,00
FTI0117	Mar FUTURE AEX 0117	EUR	467,00	483,10	45 121 540,00
HSI0117	HKF HANG SENG I 0117	HKD	3,00	21 962,00	402 841,89
HSI0117	HKF HANG SENG I 0117	HKD	3,00	21 962,00	402 841,89
IX0117	MEF IBEX 35 0117	EUR	1 236,00	9 313,40	115 113 624,00
SG_FQ0117	SIM MSCI SINGAP 0117	SGD	10,00	319,80	209 870,06
SG_FQ0117	SIM MSCI SINGAP 0117	SGD	9,00	319,80	188 883,06
SPMIB0317	ITA SPMIB INDEX 0317	EUR	1 298,00	19 205,00	124 640 450,00
SXF600317	MON FUTURE TSE6 0317	CAD	2,00	896,90	253 639,22
SXF600317	MON FUTURE TSE6 0317	CAD	4,00	896,90	507 278,45
TP0317	OSA TOPIX 0317	JPY	2 106,00	1 518,00	259 867 274,79
TP0317	OSA TOPIX 0317	JPY	9,00	1 518,00	1 110 543,91
Z0317	LIF FTSE100 0317	GBP	18,00	7 050,00	1 486 644,80
TOTAL					2 602 399 099,97

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
AP0317	SYD FUTURE SPI2 0317	AUD	10	5 631,00	966 463,00
ES0317	CHI FUTUR SPMIN 0317	USD	8765	2 236,20	929 144 015,15
HSI0117	HKF HANG SENG I 0117	HKD	4	21 962,00	537 122,52
NQ0317	CHI NASDAQ 100 0317	USD	84	4 864,00	7 747 352,45
SXF600317	MON FUTURE TSE6 0317	CAD	457	896,90	57 956 562,62
YM0317	CBO FUTURE DJ M 0317	USD	86	19 720,00	8 039 440,63
Z0317	LIF FTSE100 0317	GBP	691	7 050,00	57 070 641,99
TOTAL					1 061 461 598,35

FUTURES SUR TAUX**Position acheteuse**

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	295,00	164,15	48 424 250,00
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	225,00	164,15	36 933 750,00
FGBM0317	EUR EURO BOBL F 0317	EUR	472,00	133,63	63 073 360,00
FGBS0317	EUR EURO SCHATZ 0317	EUR	4,00	112,29	449 160,00
FGBS0317	EUR EURO SCHATZ 0317	EUR	1,00	112,29	112 290,00
FGBX0317	EUR FUTURE EURO 0317	EUR	76,00	173,52	13 187 520,00
FSMI0317	EUR FUTURE SMI 0317	CHF	3,00	8 173,00	228 722,01
FV0317	CBO UST NOTE 5 0317	USD	117,00	117,66	13 051 919,89
FV0317	CBO UST NOTE 5 0317	USD	257,00	117,66	28 669 601,80
TU0317	CBO 2 Y US TRES 0317	USD	272,00	108,34	55 879 592,32

TOTAL	260 010 166,02				
--------------	-----------------------	--	--	--	--

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	4 083,00	164,15	670 224 450,00
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	572,00	164,15	93 893 800,00
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	273,00	164,15	44 812 950,00
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	227,00	164,15	37 262 050,00
FGBL0317	EUR EURO BUND F 0317	EUR	189,00	164,15	31 024 350,00
FGBM0317	EUR EURO BOBL F 0317	EUR	10 886,00	133,63	1 454 696 180,00
FGBM0317	EUR EURO BOBL F 0317	EUR	405,00	133,63	54 120 150,00
FGBM0317	EUR EURO BOBL F 0317	EUR	82,00	133,63	10 957 660,00
FGBM0317	EUR EURO BOBL F 0317	EUR	135,00	133,63	18 040 050,00
FGBS0317	EUR EURO SCHATZ 0317	EUR	13 269,00	112,29	1 489 976 010,00
FGBS0317	EUR EURO SCHATZ 0317	EUR	322,00	112,29	36 157 380,00
FGBX0317	EUR FUTURE EURO 0317	EUR	15,00	173,52	2 602 800,00
FSMI0317	EUR FUTURE SMI 0317	CHF	300,00	8 173,00	22 872 201,49
FV0317	CBO UST NOTE 5 0317	USD	3 341,00	117,66	372 704 823,41
TN0317	CBO ULTRA NOTE 0317	USD	397,00	134,06	50 460 120,88
TU0317	CBO 2 Y US TRES 0317	USD	2 974,00	108,34	610 977 601,31
TY0317	CBO T NOTE US 1 0317	USD	3 294,00	124,28	388 132 199,56
TY0317	CBO T NOTE US 1 0317	USD	102,00	124,28	12 018 665,56
UBE0317	CBO ULTRA BOND 0317	USD	1 345,00	160,25	204 348 186,77
UBE0317	CBO ULTRA BOND 0317	USD	11,00	160,25	1 671 249,11
US0317	CBO FUTURE BOND 0317	USD	2 690,00	150,66	384 228 786,43
US0317	CBO FUTURE BOND 0317	USD	23,00	150,66	3 285 227,54

TOTAL	5 994 466 892,08				
--------------	-------------------------	--	--	--	--

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES – en euros

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OSPX0317C-2	S&P 500 C 1703 2275.00	- 2 406,00	2 275,00	2 238,83	0,380	- 194 066 601,73
OSPX0317C-3	S&P 500 C 1703 2345.00	- 2 303,00	2 345,00	2 238,83	0,161	- 78 703 019,64
TOTAL EN VALEUR ABSOLUE						272 769 621,37

OPTIONS DE VENTE SUR INDICES – en euros

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OSPX0317P-3	S&P 500 P 1703 2150.00	2 406,00	2 150,00	2 238,83	- 0,287	- 146 571 354,46
OSPX0317P-4	S&P 500 P 1703 2025.00	- 2 406,00	2 025,00	2 238,83	- 0,130	66 391 205,86
OSPX0317P-5	S&P 500 P 1703 2065.00	- 2 303,00	2 065,00	2 238,83	- 0,168	82 124 890,05
OSPX0317P-6	S&P 500 P 1703 2210.00	2 303,00	2 210,00	2 238,83	- 0,419	- 204 823 386,50
TOTAL EN VALEUR ABSOLUE						499 910 836,87

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0317P-1	EURO STOXX 50 P 1703 3175.00	15 356,00	3 175,00	3 290,52	- 0,343	- 173 315 242,16
OESX0317P-2	EURO STOXX 50 P 1703 2950.00	-15 356,00	2 950,00	3 290,52	- 0,149	75 288 545,43
TOTAL EN VALEUR ABSOLUE						248 603 787,59

Rapport général des commissaires aux comptes au 31 décembre 2016

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2016, sur :

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

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

I. Opinion sur les comptes annuels

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

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

II. Justification des appréciations

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

Comme il est précisé à la note I de l'annexe aux comptes « Règles et méthodes comptables utilisées », les comptes sont établis selon les principes et méthodes comptables 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, en particulier celles relatives à l'évaluation des instruments financiers en portefeuille, nous avons vérifié le caractère approprié de ces règles et méthodes et des informations fournies dans les notes de l'annexe et nous nous sommes assurés de leur correcte application.

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

III. Vérifications et informations spécifiques

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

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

Fait à Paris et Courbevoie, le 20 février 2017

Les commissaires aux comptes

Grant Thornton

Membre français de Grant Thornton International



Hervé Grondin
Associé



Brigitte Vaira-Bettencourt
Associée

Mazars



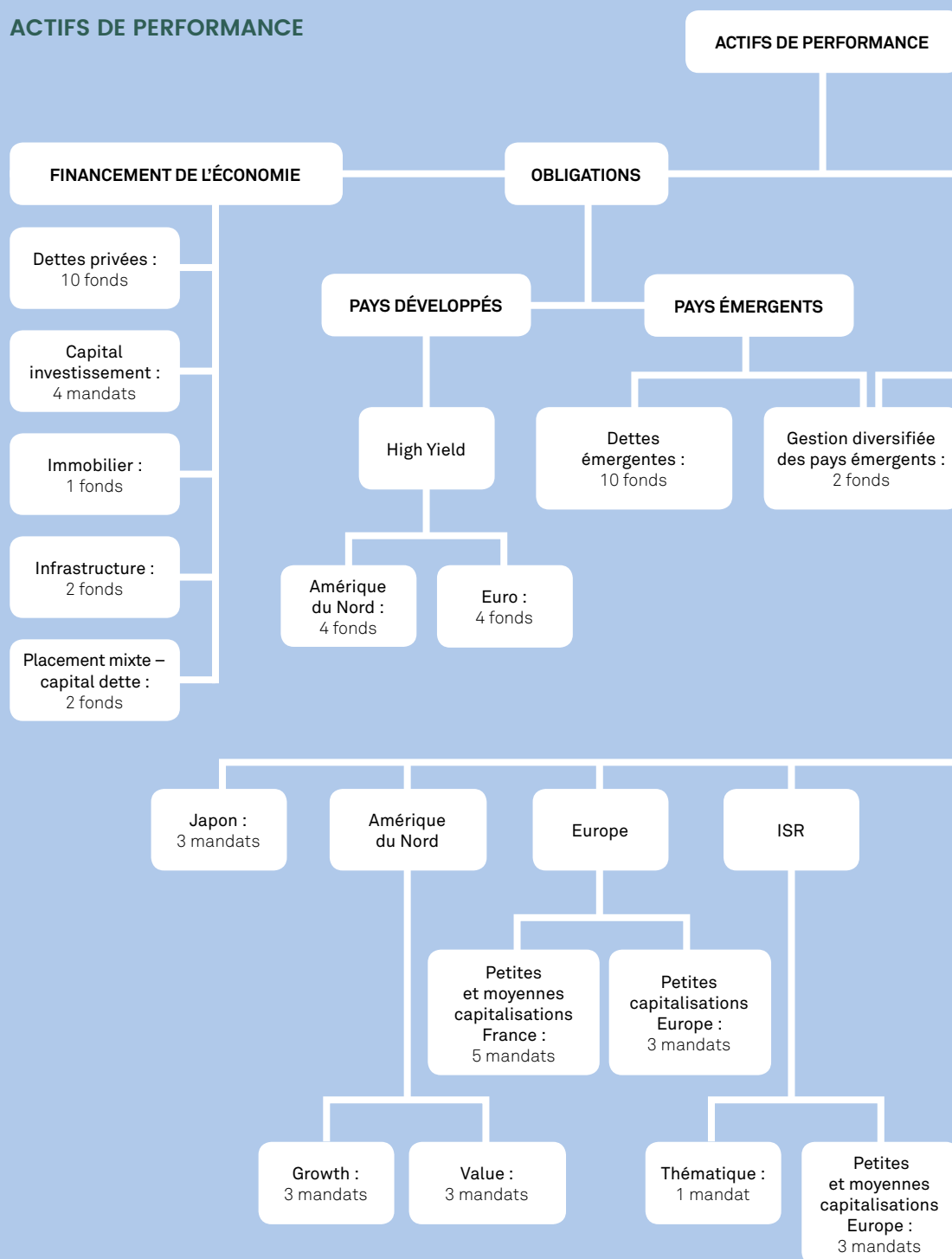
Gilles Dunand-Roux
Associé

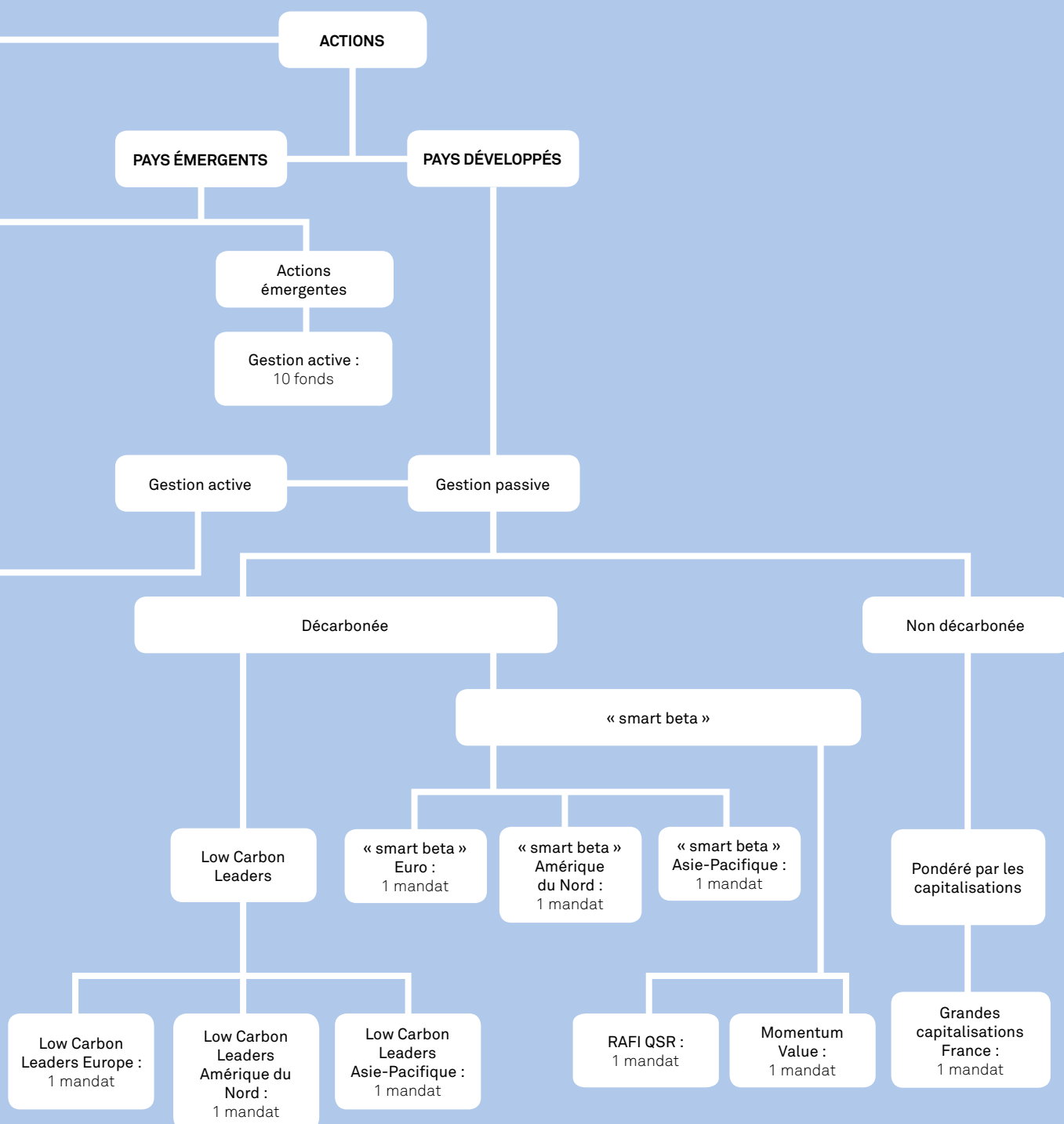


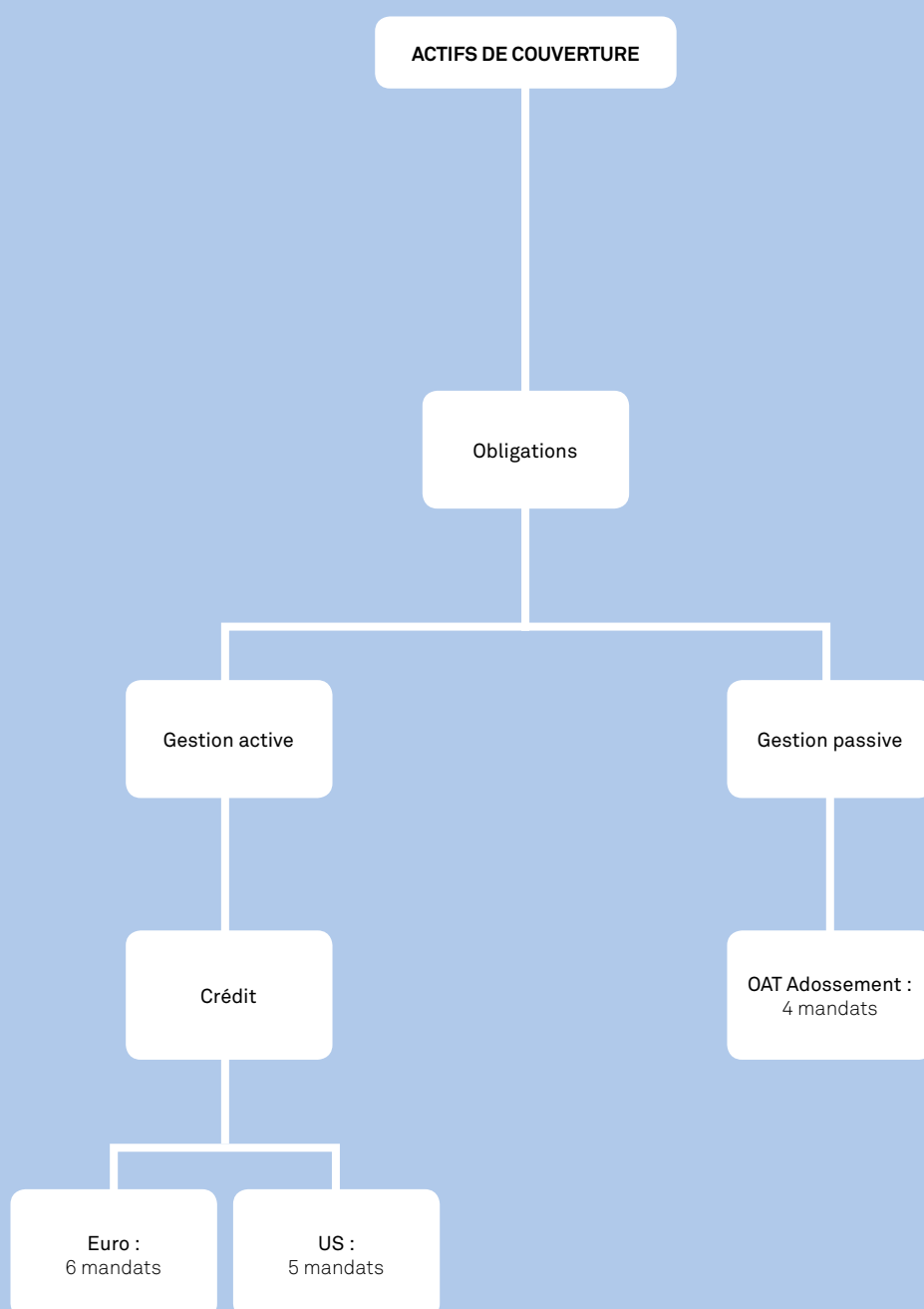
Pierre Masiéri
Associé

Cartographie du portefeuille du FRR au 31 décembre 2016

ACTIFS DE PERFORMANCE





ACTIFS DE COUVERTURE

Sociétés gestionnaires du FRR en 2016¹

2005FRR05

PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

2009FRR02

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

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

2009FRR02

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

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

2010FRR05

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

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

2010FRR05

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

- BlackRock Investment Management (UK) Limited²
- CCR Asset Management (UBS AG Zurich)
- State Street Global Advisors (State Street Global Advisors Limited - UK)²

2011FRR01

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

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

2011FRR01

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

- Amundi Asset Management
- BNP Paribas Asset Management

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

² Mandat terminé au second semestre de l'année 2016.

2011FRR06**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES – ZONE EUROPE**

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

2011FRR06**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES – UNIVERS MONDE**

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

2011FRR07**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS THÉMATIQUES**

- BNP Paribas Asset Management
- Kleinwort Benson Investors

2011FRR07**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS ISR-ACTIONS EUROPE : NOUVELLE CROISSANCE DURABLE**

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

2012FRR03**GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION**

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

2013FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS EUROPÉENNES**

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

2013FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES**

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

2013FRR02**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – VALUE**

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

2013FRR02**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GROWTH**

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

2013FRR05**MANDATS DE GESTION ACTIVE – ACTIONS JAPONAISES**

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

2014FRR03**MANDATS DE GESTION – OVERLAY**

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

2015FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 1 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN EUROS**

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

2015FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE –
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 2 –
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN US
DOLLARS**

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

2016FRR01**PRESTATION D'ANALYSE DE LA MEILLEURE
EXÉCUTION**

- Trade Analytics (UK) Limited

2016FRR04**PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES EXTRA-
FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR**

- Vigeo SAS

Sociétés gestionnaires du FRR au 31 mars 2017

2005FRR05**PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT**

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

2010FRR05**MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 1 –
GESTION D'ADOSSEMENT DE FLUX**

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

2010FRR05**MANDATS DE GESTION PASSIVE – LOT 2 –
OBLIGATIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS –
CATÉGORIE INVESTISSEMENT**

- CCR Asset Management (UBS AG Zurich)

2011FRR07**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 –
ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS
COLLECTIFS THÉMATIQUES**

- BNP Paribas Asset Management

2011FRR07**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 –
ACTIONS ISR-ACTIONS EUROPE : NOUVELLE
CROISSANCE DURABLE**

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

2012FRR03**GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION**

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

2013FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS EUROPÉENNES**

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

2013FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES**

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

2013FRR02**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – VALUE**

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

2013FRR02**MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GROWTH**

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

2013FRR05**MANDATS DE GESTION ACTIVE – ACTIONS JAPONAISES**

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

2014FRR03**MANDATS DE GESTION – OVERLAY**

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

2015FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 1 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN EUROS**

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

2015FRR01**MANDATS DE GESTION ACTIVE – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 2 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN US DOLLARS**

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

2016FRR01**PRESTATION D'ANALYSE DE LA MEILLEURE EXÉCUTION**

- Trade Analytics (UK) Limited

2016FRR04**PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR**

- Vigeo SAS

2015FRR02**MANDATS DE GESTION OPTIMISÉE – ACTIONS – AVEC UNE APPROCHE ESG**

- Amundi Asset Management
- Robeco Institutional Asset Management B.V.
- Candriam Luxembourg

2016FRR02

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

- BNP Paribas Asset Management
- Schelcher Prince Gestion

2016FRR02

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

- Idinvest Partners
- Lyxor International Asset Management

2017FRR01

PRESTATION D'ANALYSE ET MESURE DE
L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU
PORTEFEUILLE DU FRR

- S&P Trucost (UK) Limited

Appels d'offres en cours

au 31 mars 2017

2016FRR03

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – SÉLECTION DE
FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

2016FRR05

MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – CAPITAL
INNOVATION FRANCE

2017FRR02

MANDATS DE GESTION – ADOSSEMENT OAT



Conception et réalisation : **avantgarde**

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



56, rue de Lille – 75007 Paris

tél. : 33 (0)1 58 50 99 12

www.fondsdereserve.fr

Twitter : @FondsdeReserve