

Le FRR face aux enjeux climatiques



RAPPORT ARTICLE 173 LTE
ANNÉE 2017

Sommaire

- P. 08** Partie 1 – Des enjeux extra-financiers pleinement intégrés à la politique d’investissement du FRR
- P. 25** Partie 2 – Analyse des enjeux extra-financiers du portefeuille du FRR
- P. 37** Partie 3 – Empreinte environnementale du portefeuille du FRR
- P. 110** Partie 4 – Application des lignes directrices de vote du FRR et mesure de la gouvernance du Portefeuille Actions des pays développés

Prestataires sélectionnés



Pour identifier les risques liés au comportement des émetteurs, le FRR s'est doté de l'expertise externe de la société Vigeo Eiris pour suivre et prévenir les risques extra-financiers des titres composant son portefeuille et pouvant avoir un impact sur la réputation du Fonds. La société Vigeo Eiris est en charge, depuis 2016, de l'évaluation des risques extra-financiers des entreprises du portefeuille du FRR. Vigeo Eiris applique des méthodologies adaptées et spécifiques aux différentes catégories de controverses :

- celles liées aux armes controversées ;
- celles liées au Pacte Mondial ;
- celles inhérentes au secteur du tabac.



S&P Dow Jones Indices
ESG Analysis

Pour réaliser l'analyse et la mesure de l'empreinte environnementale de son portefeuille, le FRR a sélectionné la société Trucost Ltd, spécialisée dans l'analyse et la mesure de l'empreinte carbone de portefeuilles.

Pour l'accompagner et répondre parfaitement aux besoins du FRR, Trucost Ltd délègue certaines missions à quatre agences fortement spécialisées :

Beyond Ratings
Sovereign Risk Matters

L'agence Beyond Ratings est spécialisée dans l'analyse d'obligations souveraines.



L'agence Grizzly-RI est spécialisée dans l'alignement de portefeuille sur un scénario 2°C.



L'agence 427 est spécialisée dans l'analyse des risques physiques et climatiques.



L'agence Icare & Consult est spécialisée dans l'analyse de la Part Verte de portefeuille.

Introduction

Dès 2003, le Conseil de surveillance a décidé un engagement fort du Fonds de Réserve pour les Retraites dans le domaine de l'Investissement Responsable. En tant qu'investisseur public, instrument de solidarité entre les générations, le FRR a décidé de montrer l'exemple en prenant en considération dans sa gestion les dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG). Aussi, depuis avril 2006, il s'est engagé à appliquer les Principes pour l'Investissement Responsable élaborés sous l'égide de l'ONU (PRI).

Le FRR a ainsi mis en place progressivement les bases lui permettant de tenir compte, sur son portefeuille détenu au travers de mandats, des critères de responsabilité sociale dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des titres dans lesquels ils investissent.

La première raison qui a conduit le FRR à devenir un investisseur responsable est liée à sa mission fondamentale et à son objectif : optimiser le rendement des fonds qui lui ont été confiés, au nom de la collectivité, dans les meilleures conditions de sécurité possibles. Ainsi, la prise en compte des critères ESG dans sa gestion est nécessaire afin d'appréhender de manière complète les risques (financiers et extra-financiers) qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles le FRR est investi.

La deuxième raison est de nature économique : le rendement des investissements ne dépend pas uniquement de l'impact de la stratégie financière et extra-financière des entreprises mais également des externalités qu'elles génèrent pour l'ensemble de leur industrie ou de l'économie. L'analyse des externalités environnementales et sociales est nécessaire, en particulier pour un investisseur universel public qui a vocation à optimiser et préserver, dans la durée, ses investissements.

Malgré la réduction de son horizon de placement survenue en 2010 avec la réforme des retraites, le FRR a conservé dans ses objectifs

la préservation de la valeur à long terme de ses investissements. En effet, la taille de ses actifs fait de lui un investisseur universel dont les contraintes de diversification le conduisent à être présent sur toutes les classes d'actifs, secteurs, zones géographiques, etc.

L'intégration de plus en plus fréquente des équipes ESG et de gestion au sein de sociétés de gestion permet, sur l'ensemble des classes d'actifs du FRR, y compris celles non labellisées explicitement ESG, de prendre en compte des critères extra-financiers dans leur gestion. Le FRR continuera à inciter tous ses gestionnaires à évoluer dans ce sens, en développant les échanges avec ceux-ci afin de faire progresser la communauté des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion.

En 2013, le FRR a renouvelé sa stratégie jusqu'en 2017 en s'appuyant sur son Comité de l'Investissement Responsable et en prenant en compte l'évolution des pratiques développées par d'autres investisseurs institutionnels. Cette stratégie élargit la base d'action du FRR au-delà des champs traditionnels de l'ISR, notamment aux pays émergents, et définit de nouveaux leviers d'action sur des classes d'actifs peu explorées par la gestion responsable, telles que les petites et moyennes capitalisations. Elle se déploie de façon différente en fonction des spécificités de chacun des supports d'investissement selon différents axes stratégiques : la prise en compte des facteurs ESG dans la gestion des actifs, le pilotage de la responsabilité sociale, l'exercice des droits de vote, la contribution à la recherche sur l'Investissement Responsable et le soutien d'initiatives internationales.

À travers ce rapport, entre autres vecteurs de communication, le FRR s'applique à travailler en toute transparence en rendant compte publiquement des progrès et conclusions enregistrés dans la mise en œuvre de cette stratégie.

Le FRR et les recommandations de la TCFD

Le groupe de travail du Conseil de la stabilité financière (Financial Stability Board, FSB) sur les informations financières liées au climat (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) fournit un cadre global permettant de traduire les informations non financières en indicateurs financiers. La TCFD a été approuvée par plus de 238 sociétés, dont 150 institutions financières représentant une capitalisation boursière combinée de plus de 6 trillions de dollars américains et un actif sous gestion de 81,7 trillions de dollars américains.

Le FRR suit les actions prioritaires que les investisseurs devraient envisager de prendre à court terme pour s'aligner sur le cadre défini par la TCFD :

- **Gouvernance : examiner les dispositifs de gouvernance pour s'assurer qu'il existe une surveillance efficace au niveau du Conseil et que des processus de gestion internes sont en place pour gérer efficacement les risques et opportunités liés au climat.** En 2003, le Conseil de surveillance du FRR a souligné que « sa politique d'investissement devait être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré et qu'il devait participer activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement des entreprises ». En 2008, le Comité de l'Investissement Socialement Responsable du Conseil de surveillance a été créé dans le but d'améliorer la prévention des risques extra-financiers.
- **Stratégie : commencer le processus d'analyse de la résistance des portefeuilles face aux scénarios sur le climat, y compris ceux présentant un résultat inférieur ou égal à 2°C.**

Dans sa stratégie d'Investissement Socialement Responsable, le FRR s'applique à analyser l'impact des enjeux environnementaux dans sa stratégie d'investissement. Le FRR a entrepris en 2006 une démarche d'évaluation de l'ensemble de son portefeuille au regard de critères extra-financiers. À travers le rapport sur l'article 173, le FRR informe sur les actions mises en place et l'implémentation de sa stratégie.

- **Gestion du risque : évaluer la matérialité financière potentielle des risques liés au climat sur le portefeuille d'investissement et les actions à prendre pour atténuer ces risques, ainsi que pour saisir de nouvelles opportunités.** Le FRR a intégré à sa stratégie d'investisseur responsable la prise en compte des critères ESG dans sa gestion afin d'appréhender de manière complète les risques financiers et extra-financiers et les opportunités qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles il est investi.
- **Métriques : mesurer les émissions de GES lorsque les données sont disponibles ou peuvent être raisonnablement estimées, pour chaque fonds ou stratégie d'investissement.** Depuis 2013, le FRR mesure et évalue l'empreinte carbone de son portefeuille. Il agit en faveur d'une diminution de l'empreinte carbone de l'ensemble de son portefeuille en évaluant les risques et en orientant de plus en plus ses investissements en faveur de la transition énergétique et écologique vers une économie à faible intensité carbone.
- **Engagement : s'engager auprès des entreprises et des gestionnaires de fonds externes pour encourager une meilleure transparence et un alignement avec les recommandations de la TCFD.** Le FRR dialogue avec les investisseurs institutionnels et les émetteurs dans le cadre d'une politique d'engagement qui repose notamment sur des initiatives collaboratives (PRI, IIGCC,...).

Le FRR dialogue également avec ses gérants dans le cadre d'une coordination de l'exercice des droits de vote.

• **Transparence : dévoiler publiquement toutes les actions précédemment citées et leurs résultats dans des rapports annuels et aborder le risque climatique dans le cadre des rapports sur les PRI.**

Le FRR encourage les émetteurs à adopter des comportements vertueux en favorisant une plus grande transparence de l'information. Ainsi, il rend régulièrement et publiquement compte des progrès et conclusions qu'il enregistre dans la mise en œuvre de sa stratégie d'investisseur responsable (notamment à travers ce rapport sur l'article 173).

Partie 1

Des enjeux extra-financiers pleinement intégrés à la politique d'investissement du FRR



Une gestion déléguée intégrant pleinement les problématiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance

Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement (gestionnaires de portefeuilles), à l'exception de la gestion courante de la trésorerie.

Pour réaliser ses objectifs d'investissement et ainsi se doter des meilleurs prestataires, le FRR peut soit recourir à des mandats de gestion attribués par voie d'appels d'offres de marchés publics, soit investir directement dans des Organismes de Placement Collectif (OPC). En dehors des OPC monétaires, les OPC sont utilisés par le FRR pour exposer son portefeuille aux actifs des pays émergents (actions et obligations), aux actifs à haut rendement et aux actifs non cotés.

Le mandat de gestion de portefeuille est un outil juridique permettant d'imposer aux gestionnaires sélectionnés des contraintes d'investissement strictes, dont font partie intégrante les enjeux extra-financiers.

En recourant aux OPC, le FRR opte pour une stratégie déjà disponible sur le marché. En tant que porteur de parts, parmi d'autres, le FRR est dans l'incapacité d'appliquer sa propre politique d'investissement et se plie donc à la stratégie d'investissement préexistante dans le Fonds. C'est pourquoi, en amont de la sélection des OPC, le FRR doit s'assurer qu'il existe un équilibre entre la stratégie d'investissement du gestionnaire et l'intégration des critères extra-financiers.

Cette approche est motivée à la fois par la position centrale du FRR en tant qu'investisseur institutionnel global et par son positionnement sur l'ensemble des classes d'actifs.

Depuis ses débuts, le FRR considère que le mécanisme d'appropriation et d'intégration des facteurs ESG par la gestion traditionnelle est un processus évolutif et progressif. Cette démarche permet au FRR de bénéficier du meilleur couple durabilité/rendement pour ses investissements. C'est la raison pour laquelle le FRR souhaite poursuivre ses efforts afin que ses gestionnaires enrichissent encore plus leur analyse des données extra-financières, et qu'ils tendent à en systématiser l'intégration. Par ailleurs, dans le cadre de son laboratoire de l'investissement responsable, le FRR s'efforce d'enrichir les échanges avec les gestionnaires, notamment ceux en charge des mandats de gestion actions petites et moyennes capitalisations européennes et françaises.

ÉVALUER RÉGULIÈREMENT LE PORTEFEUILLE SOUS UN ANGLE EXTRA-FINANCIER

Le FRR a, dès 2005, souhaité évaluer l'exposition de son portefeuille aux risques extra-financiers en s'entourant de prestataires spécialisés dans la recherche ESG. Ces risques, liés au comportement des émetteurs, peuvent être définis comme étant de nature à altérer l'image du FRR, c'est-à-dire à entamer durablement le lien de confiance qu'un investisseur institutionnel public doit conserver et entretenir avec ses principales parties prenantes (pouvoirs publics et partenaires sociaux), représentées dans son Conseil de surveillance. Ces risques peuvent aussi altérer la solidité financière des entreprises dans lesquelles le FRR investit, notamment à la suite de procès, amendes...

De tels risques sont constitués par des atteintes graves, avérées et répétées à des principes de référence tels que le Pacte Mondial, les principes de bonne gouvernance et les conventions d'Ottawa¹ et d'Oslo².

Par ailleurs, pour intégrer pleinement les enjeux liés au changement climatique et au risque de transition écologique et environnementale, le FRR s'est doté d'une expertise externe pour l'accompagner durablement dans une démarche plus respectueuse de l'environnement. L'empreinte environnementale du FRR identifie les risques induits par le changement climatique auxquels il est exposé à travers la détention d'actifs financiers. Cette empreinte doit notamment permettre au FRR d'évaluer à l'échelle de son portefeuille :

- son empreinte carbone (émissions et réserves de GES dont le charbon) ;
- ses risques physiques ;
- ses risques de transition ;
- l'alignement de son portefeuille à un scénario 2°C ;
- mais aussi les opportunités liées à la transition énergétique et écologique.

INTÉGRER LES RISQUES LIÉS À LA QUALITÉ DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

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

1) L'intérêt pour le FRR de participer activement à l'amélioration de la gouvernance des entreprises dans lesquelles il investit. Celle-ci vise, en effet, à promouvoir la clarté et l'équilibre des pouvoirs des instances dirigeantes de ces dernières ainsi que la qualité des informations fournies aux actionnaires, le respect de leurs droits et de l'intégrité de leurs votes. Elle est, en conséquence, l'un des éléments

qui contribue fortement à la pérennité de la communauté que constituent les entreprises, à la continuité de la stratégie qu'elles conduisent, à la manière dont elles exercent leurs responsabilités vis-à-vis de l'ensemble de leurs parties prenantes. Tous ces éléments contribuent directement à leur bonne valorisation dans l'avenir.

2) Le fait que le FRR soit un investisseur de long terme. Il a choisi de privilégier, dans la structure de portefeuille et ses mandats de gestion correspondant à la stratégie d'allocation d'actifs décidée par le Conseil de surveillance, une approche active reposant sur une analyse des perspectives fondamentales de valorisation des titres en capital et de dette émis par les différentes catégories d'émetteurs. Il est donc logique que cet horizon soit aussi pris en compte par les gestionnaires dans l'application qu'ils feront au cas par cas des orientations contenues dans les principes d'exercice des droits de vote, en particulier quand il s'agira d'apprécier la pertinence d'opérations financières touchant le capital des entreprises.

3) Enfin, les efforts d'amélioration de la gouvernance des entreprises, qu'ils proviennent de ces dernières, des législateurs ou des régulateurs, se sont accrus ces dernières années. Il est nécessaire qu'ils se poursuivent. L'exercice actif des droits de vote du FRR doit, cependant, prendre en compte de manière pragmatique les conditions concrètes existantes sur chaque marché, notamment en fonction de la capitalisation des émetteurs, et des différences significatives qui peuvent exister en matière de droit des sociétés et au niveau des pratiques de gouvernance d'entreprise des pays concernés.

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

¹ Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert de mines antipersonnel et sur leur destruction.

² Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des bombes à sous-munitions et sur leur destruction.

ces usages s'agissant de sujets qui ne sont pas couverts par les lignes directrices du FRR.

Pour l'aider dans son suivi, le FRR travaille sur la notation de la qualité de la gouvernance de son Portefeuille Actions des pays développés. Cette approche nouvelle et analytique permettra au FRR de mieux comprendre les composantes essentielles de la gouvernance de ce portefeuille.

ADAPTER LES ENJEUX EXTRA-FINANCIERS AUX DIFFÉRENTES CLASSES D'ACTIFS

L'intégration des enjeux extra-financiers dans la gestion du portefeuille est adaptée aux caractéristiques de chacune des classes d'actifs, de la zone géographique, de la capitalisation boursière. À titre d'exemple, le FRR, sur recommandation du Comité de l'Investissement Responsable, a décidé, par souci de précaution dans le cadre de ses investissements, de ne pas investir dans des matières premières agricoles.

TRAVAILLER EN TOUTE TRANSPARENCE

En tant qu'acteur public, le FRR rend régulièrement des comptes auprès de ses instances et du public³. Il enregistre les progrès et les conclusions dans la mise en œuvre de sa stratégie d'investissement. Aussi, le FRR publie chaque année la composition de son portefeuille⁴ sur son site Internet.

Enfin, bien que n'y étant pas tenu par la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte, le FRR a adopté le cadre défini par la nouvelle obligation pour les investisseurs institutionnels d'informer sur l'intégration de paramètres environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur politique et pratiques d'investissement, 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 la loi Grenelle II).

³ <http://www.fondsdereserve.fr/documents/politique-en-matiere-de-votes-du-FRR.pdf>

⁴ <http://www.fondsdereserve.fr/fr/composition-du-portefeuille>

Un engagement et un soutien actifs auprès de plusieurs initiatives de place

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.

- Principe 1 : Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissement.
- Principe 2 : Nous serons des actionnaires actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques de placement.
- Principe 3 : Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
- Principe 4 : Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes dans l'industrie des investissements.
- Principe 5 : Nous nous efforcerons ensemble d'accroître notre efficacité dans l'application des Principes.
- Principe 6 : Nous rendrons compte indivi-

duellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.

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.

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

Malgré les efforts mis en œuvre par les entreprises du secteur du textile, les mauvaises conditions de travail et les violations des droits de l'homme demeurent des problématiques récurrentes dans la chaîne d'approvisionnement. Forts 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. Ce dernier point a été renforcé en 2017.

Droits humains dans le secteur extractif

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.

« Statement on tobacco » (15 mai 2017)

53 investisseurs, systèmes de santé, caisses de retraite et assureurs, représentant 3,8 milliards de dollars en actifs sous gestion, ont signé un communiqué à l'attention des représentants de l'Organisation mondiale de la santé (OMS) et aux ministres nationaux de la Santé qui soutiennent ouvertement une réglementation plus forte en matière de lutte antitabac.

« Statement on ESG in credit ratings »

Aux côtés de six agences de notation, dont S&P et Moody's, et 100 investisseurs internationaux, représentant 16 000 milliards de dollars d'actifs, 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.

Le lobbying climatique (Corporate climate lobbying) - plateforme des PRI

Les pressions exercées par les entreprises contre les politiques climatiques sont considérées par de nombreux investisseurs à long terme comme contre-productives pour maximiser la valeur long terme de leurs portefeuilles. Malgré leur soutien affiché aux politiques climatiques, de nombreuses sociétés cotées sont impliquées indirectement dans le lobbying via leurs associations professionnelles. Cet engagement se concentre sur cette incohérence et vise à améliorer la transparence des activités de lobbying des sociétés cotées aux États-Unis, au Canada et en Australie. Le lobbying climatique a été traité, pour l'Europe, via l'IIGCC.

ADHÉSION AU CDP, CDP WATER ET CDP FOREST



Soutenu par le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), le CDP est l'une des plus importantes initiatives internationales dans le domaine de l'environnement et du changement climatique.

Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des entreprises par rapport à l'environnement, leur consommation d'énergie et les effets du changement climatique, le FRR a apporté son soutien au CDP en 2005, à la veille de l'interrogation des 120 plus grandes entreprises françaises.

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.

L'INITIATIVE POUR LA TRANSPARENCE DANS LES INDUSTRIES EXTRACTIVES (EITI)



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

L'INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (ICGN)



Créée en 1995, l'ICGN est une organisation internationale de professionnels de la gouvernance dont le but est d'inspirer et de promouvoir des standards internationaux de gouvernance d'entreprise. Ces améliorations contribuent à une performance plus durable des sociétés et à les rendre plus transparentes.

Dans cette perspective, l'ICGN comporte différents comités qui réfléchissent à l'établissement de meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise.

Anne-Marie Jourdan, Directrice juridique et de la communication du FRR, est membre du Conseil des gouverneurs de l'ICGN.

LE MONTRÉAL 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 Montréal Pledge s'engagent à publier, chaque année, l'empreinte carbone de leurs investissements en actions.

LA COALITION POUR LA DÉCARBONATION DES PORTEFEUILLES (PDC)



Cette initiative collaborative, lancée en septembre 2014, vise à réduire les émissions de 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.

Olivier Rousseau, membre du Directoire du FRR, est membre du Comité de pilotage de la PDC.

GLOBAL INVESTOR LETTER TO THE G20 (JUILLET 2016 - AVRIL 2017)

Le FRR a signé avec 158 investisseurs institutionnels une lettre adressée aux leaders du G20 et G7 en vue des sommets de 2016 et 2017. Ce courrier invite le G20 à adopter des mesures permettant de lutter contre le changement climatique.

INSTITUTIONAL INVESTORS GROUP ON CLIMATE CHANGE (IIGCC)



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

PARIS PLEDGE

En signant l'appel, les entreprises, villes, groupes de la société civile, investisseurs, régions, syndicats et autres signataires se sont engagés à faire en sorte que le niveau d'ambition énoncé par l'accord soit respecté, voire dépassé afin de limiter la hausse de la température à moins de 2°C.

MANIFESTE POUR DÉCARBONER L'EUROPE (2016)

Les signataires du manifeste appellent les États européens à lancer dès maintenant les politiques capables d'aboutir en 2050 à des émissions de gaz à effet de serre aussi proches que possible de zéro !

CLIMATE ACTION 100+ (1^{ER} DÉCEMBRE 2017)

La Climate Action 100+ est une nouvelle initiative quinquennale menée par des investis-

seurs visant à mobiliser plus de 100 des plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde pour qu'ils réduisent leurs émissions, développent les informations financières liées au climat et améliorent la gouvernance sur les risques climatiques. L'initiative a été développée pour tirer parti des engagements énoncés dans le Global Investor Statement on Climate Change de 2014/2015 et soutenue par 409 investisseurs (dont le FRR) représentant plus de 24 000 milliards de dollars américains, qui stipulaient : « *As institutional investors and consistent with our fiduciary duty to our beneficiaries, we will: [...] work with the companies in which we invest to ensure that they are minimising and disclosing the risks and maximising the opportunities presented by climate change and climate policy* ».

Cette initiative vise à supporter et implémenter l'Accord de Paris en :

- créant un réseau mondial d'investisseurs ;
- donnant un agenda clair aux entreprises ;
- amplifiant la voix des investisseurs concernant le climat ;
- mesurant les progrès effectués dans les entreprises.

Cette initiative recueillera des engagements au niveau des boards et des managers seniors concernant :

- la mise en place d'un cadre de gouvernance solide qui intègre clairement la prise en compte du risque climat ;
- la prise de mesures pour réduire les émissions de gaz à effet de serre dans l'ensemble de la chaîne de valeur, conformément à l'objectif de l'Accord de Paris de limiter l'augmentation moyenne des températures à 2°C au-dessus des niveaux pré-industriels ;

- la fourniture d'une meilleure information conformément aux recommandations finales du groupe de travail sur les informations financières liées au climat (TCFD) et aux attentes spécifiques des investisseurs sur les changements climatiques (GIC⁵) pour permettre aux investisseurs d'évaluer la solidité des activités des entreprises.

PRI-LED ENGAGEMENT ON CLIMATE CHANGE TRANSITION FOR OIL AND GAS (LIÉ À LA CLIMATE ACTION 100+) (25 JANVIER 2018)

Ce nouvel engagement, coordonné par les PRI et aligné sur les objectifs de la Climate Action 100+, demande aux entreprises de réagir aux risques auxquels elles font face en raison des contraintes qui pèsent sur l'utilisation du pétrole et du gaz à l'avenir. L'initiative utilise la recherche de Carbon Tracker (Rapport 2 « Degrees of separation: transition risk for oil & gas in a low carbon world » co-produit par le FRR) pour déterminer comment les entreprises évaluent les futures dépenses en capital et en production, ainsi que la gouvernance des prises de décision. Cette initiative se base sur quatre objectifs : examiner comment les entreprises évaluent de façon exhaustive leur exposition aux risques de transition liés au climat ; veiller à ce que les entreprises prévoient des actions appropriées en réponse aux changements politiques et technologiques futurs susceptibles de limiter leur capacité à exploiter leurs actifs (c'est-à-dire dans un scénario à 2°C selon l'Accord de Paris sur le climat) ; mieux comprendre comment les entreprises évaluent les dépenses en capital et la production futures, ainsi que la gouvernance qui sous-tend cette prise de décision ; encourager une divulgation améliorée conforme aux recommandations du groupe de travail sur les informations financières liées au climat (TCFD), en particulier en ce qui concerne l'analyse des scénarios.

5 GIC signifie Global Investor Coalition on Climate Change.

Charte des investisseurs publics français en faveur du climat

L'ensemble des institutions et opérateurs financiers publics français mettent en œuvre une approche visant à assurer la cohérence de leurs activités avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Ces institutions et opérateurs financiers publics nationaux incluent la Caisse des Dépôts (CDC), Bpifrance, l'Agence française de développement (AFD), le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) et l'Etablissement de retraite additionnelle de la Fonction publique (ERAFP).

L'Etat actionnaire adopte, dans une démarche plus globale de prise en compte des enjeux liés aux questions environnementales, sociales et de gouvernance dans sa politique actionnariale, une démarche analogue reposant sur un engagement exigeant, exercé au sein de l'ensemble des instances de gouvernance pertinentes, afin de conduire les entreprises au sein desquelles l'Etat détient des participations à s'engager de manière claire dans une stratégie de transition vers une économie bas carbone.

A cette fin, dans le respect des spécificités de leur objet social, de leur mandat et des conditions d'exercice de leurs activités, les investisseurs publics français mettent en œuvre, dans leur politique d'investissement, les principes communs suivants, cohérents avec les principes de l'action climatique au sein des institutions financières présentés lors de la COP21.

Principe n°1 [Prise en compte des enjeux climatiques dans les décisions d'investissement]

Les investisseurs publics français mettent en œuvre des procédures internes d'évaluation et de gestion des risques liés au changement climatique propres à chaque acteur, pleinement intégrées à leur politique d'investissement ou à leurs décisions d'octroi de crédit.

Principe n°4 [Diffusion des meilleures pratiques]

Les investisseurs publics français participent à la diffusion des meilleures pratiques sur les enjeux touchant à la réduction des risques climatiques et à l'adaptation au changement climatique auprès de leurs pairs, des entreprises et parties prenantes qu'ils financent et des autres parties prenantes qu'ils identifient comme pertinentes.

Principe n°2 [Participation au financement de la transition vers une économie bas carbone]

Les investisseurs publics français participent activement au financement de la transition vers une économie bas carbone et résiliente face au changement climatique, en tenant compte de leur mandat, de leurs contraintes propres et dans le respect de la subsidiarité vis-à-vis des autres financeurs.

Principe n°5 [Emission d'instruments financiers dédiés]

Les investisseurs publics français valorisent autant que possible leurs actifs ou activités en lien avec la transition bas carbone dans le cadre de leur politique de financement ou de refinancement, notamment, lorsque ce mode de refinancement est pertinent pour eux, en émettant des obligations vertes respectant des standards de marché exigeants.

Principe n°3 [Dialogue structuré avec les parties prenantes]

Les investisseurs publics français conduisent un dialogue approfondi et structuré avec les entreprises dont ils sont actionnaires, les institutions financières auxquelles ils confient des mandats ou accordent des refinancements, les parties prenantes auxquelles ils octroient des financements, afin d'inciter ces entreprises, institutions financières et parties prenantes à renforcer leurs initiatives en faveur de la lutte contre le réchauffement climatique et ses effets.

Principe n°6 [Transparence et redevabilité]

Les investisseurs publics français s'attachent à rendre compte, par une documentation publique appropriée, des actions engagées en faveur du climat et de la mise en œuvre des présents principes, ainsi que des résultats obtenus.

Nicolas Hulot
Ministre d'État, ministre de la Transition
écologique et solidaire



Bruno Le Maire
Ministre de l'Économie
et des Finances



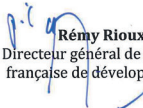
P. Jean-Yves le Drian
Ministre de l'Europe
et des Affaires étrangères



Eric Lombard
Directeur général de la Caisse
des dépôts et consignations
Président du directoire du fonds
de réserve des retraites



Rémy Rioux
Directeur général de l'Agence
française de développement



Nicolas Dufourcq
Directeur général de Bpifrance



Philippe Desfossez
Directeur de l'Etablissement de retraite
additionnelle de la fonction publique



CHARTRE DES INVESTISSEURS PUBLICS FRANÇAIS EN FAVEUR DU CLIMAT

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

L'État actionnaire adopte ainsi, dans une démarche plus globale de prise en compte des enjeux liés aux questions Environnementales, Sociales et de Gouvernance dans sa politique actionnariale, une démarche analogue reposant sur un engagement exigeant, exercé au sein de l'ensemble des instances de gouvernance pertinentes, afin de conduire les entreprises au sein desquelles l'État détient des participations à s'engager de manière claire dans une stratégie de transition vers une économie bas carbone.

Le FRR applique les principes de la Charte depuis de nombreuses années :

Principe numéro 1

Le FRR a mis en place une procédure interne d'évaluation et de gestion des risques liés au changement climatique. Le FRR met en œuvre sa stratégie ISR basée sur trois points :

- le suivi et la publication des risques extra-financiers du portefeuille depuis 2008 ;
- l'évolution de l'empreinte carbone du portefeuille depuis 2013 ;
- un pilotage par la Direction Financière et la Direction juridique et communication qui passe par :
 - l'évaluation de l'empreinte environnementale depuis 2016 ;
 - les obligations mises à la charge des gérants ;
 - un reporting ESG demandé systématiquement à tous les gérants du FRR.

Principe numéro 2

Pour le FRR, la transition vers une économie bas carbone passe par :

- la décarbonation des Portefeuilles Actions Gestion Passive depuis 2014 ;
- le désinvestissement du charbon ;
- l'investissement dans des fonds d'infrastructures en lien avec la transition énergétique (fibre optique, solaire, éolien, biogaz, traitement des eaux, réseaux de chaleur).

Principe numéro 3

Le FRR poursuit un objectif d'amélioration de la connaissance en matière d'Investissement Responsable et de partage de travaux avec le plus grand nombre ainsi que de diffusion de bonnes pratiques vers les entreprises les plus concernées, notamment à travers une liste d'engagements et de dialogues avec les entreprises investies tous les ans via ses gérants. Le FRR participe à des engagements collaboratifs tels que :

- Climate 100+ ;
- PRI, IIGCC ;
- Statement on ESG in credit ratings.

Principe numéro 4

Depuis de nombreuses années, le FRR s'est engagé dans la diffusion des meilleures pratiques : les dirigeants et les collaborateurs du FRR interviennent fréquemment dans des conférences, notamment la présentation de l'Article 173 faite lors des conférences internationales de l'ICGN Paris – Tokyo – Londres ou à l'IAE d'Aix-en-Provence (Institut d'Administration des Entreprises). Le FRR soutient la chaire finance durable et Investissement Responsable.

Principe numéro 5

Le FRR détient des obligations vertes dans ses mandats « Investment Grade » euro et US pour près de 180 millions d'euros.

Principe numéro 6

Le FRR rend régulièrement compte publiquement des progrès et conclusions qu'il enregistre dans la mise en œuvre de sa stratégie, avec notamment la publication du rapport annuel, du rapport sur l'Article 173 et des communiqués de presse sur l'empreinte carbone et environnementale de son portefeuille.

EXCLUSION DES ÉTATS ET TERRITOIRES NON COOPÉRATIFS FISCALEMENT

Dans les mandats du FRR, des exclusions prenant en compte les listes françaises et européennes des États et territoires non coopératifs sur le plan fiscal ont été mises en place depuis de nombreuses années. Sont en conséquence exclues :

- les actions des sociétés dont le siège social est situé dans un pays figurant sur la liste commune des juridictions de pays tiers de l'Union européenne à des fins fiscales⁶. À la date de rédaction de ce rapport, il s'agit des sept juridictions suivantes : Guam, Îles vierges américaines, Namibie, Palau, Samoa, les Samoa américaines, Trinidad et Tobago ;
- les actions des sociétés dont le siège social est situé dans un territoire jugé fiscalement non coopératif par la France⁷. À la date de rédaction de ce rapport, il s'agit des sept territoires suivants : Botswana, Brunei, Guatemala, Îles Marshall, Nauru, Niue, Panama.

⁶ Liste commune des juridictions de pays tiers de l'Union européenne à des fins fiscales publiée par le Conseil européen telle que modifiée le 25 mai 2018.

⁷ Liste des États et territoires mentionnée dans l'arrêté du 12 février 2010, pris en application du deuxième alinéa de l'article 238-0 A du code général des impôts, tel que modifié par l'arrêté du 8 avril 2016.

Un engagement en partenariat avec les sociétés de gestion du FRR

S'ENGAGER AVEC LES GESTIONNAIRES AUPRÈS DES ÉMETTEURS DANS UNE DÉMARCHE DURABLE ET RESPONSABLE

Le FRR a défini les contours de son identité d'investisseur pour les années 2013-2017 dans une Stratégie d'Investissement Responsable. Celle-ci définit, notamment, la possibilité de recourir au dialogue actionnarial. En effet, elle indique que le FRR « *dispose d'une palette d'actions possibles allant du dialogue avec l'entreprise jusqu'à, en ultime recours, dans les cas de violations répétées auxquelles aurait refusé de mettre fin l'entreprise, la décision de l'inscrire sur la liste des sociétés exclues des investissements* ». Aussi, elle décrit les modalités de mise en œuvre de son action : « *Le FRR privilégiera le dialogue avec les entreprises via ses gestionnaires afin de bénéficier de l'effet de levier inhérent aux actifs sous gestion globaux de ces derniers mais aussi de leur capacité de recherche* ».

Tous les ans, le FRR procède à une analyse de son portefeuille au regard des principes du Pacte Mondial des Nations Unies et des conventions sur les armes prohibées. Cette analyse permet d'identifier les entreprises accusées de non-respect des normes internationales. À la fin de l'année 2016, selon l'évaluation de Vigeo Eiris, le FRR était investi dans 85 entreprises (80 provenant de pays développés et cinq de pays émergents) faisant l'objet d'allégations représentant un risque élevé. La forte présence des entreprises américaines, quel que soit le secteur, a été mise en avant.

Sur les 85 entreprises identifiées lors de l'analyse de Vigeo Eiris, le FRR a retenu, début 2017, 11 entreprises avec lesquelles il souhaitait initier un dialogue en collaboration avec ses gestionnaires.

Ces échanges avec les gestionnaires du FRR, tant écrits qu'oraux, amènent à une meilleure connaissance des risques extra-financiers auxquels le FRR est exposé et permettent ainsi de mieux prendre conscience des sujets ESG. Le FRR a souhaité, à travers son plan de dialogue 2017, inciter les entreprises à s'inscrire dans une démarche de progrès et amener ses gestionnaires à mieux intégrer la dimension ESG dans l'évaluation de leurs investissements tout en dialoguant avec les entreprises. Le FRR a choisi de poser certaines questions à ses gérants dont les réponses éclairent sur le niveau hétérogène de leur implication. De manière générale, les gérants dialoguent avec les entreprises et mesurent de plus en plus les controverses. Globalement, ils considèrent que les controverses sont analysées et maîtrisées et ont un faible impact financier.

Le dialogue sur les thématiques ESG entre le FRR, les gestionnaires (de mandats passifs et actifs) et les entreprises est, bien que difficilement quantifiable, réellement positif en termes de gestion des risques. Cela contribue à la « pression ESG » dont les effets vont dans le sens d'une amélioration globale de la performance ESG des entreprises et donc d'une meilleure maîtrise de leurs risques extra-financiers.

L'engagement actionnarial

L'ENGAGEMENT SUR LA THÉMATIQUE DU TEXTILE ET DE L'HABILLEMENT

Le scandale du Rana Plaza (24 avril 2013) a mis en lumière l'importance des risques environnementaux et sociaux associés à la chaîne d'approvisionnement, ainsi que les impacts réputationnels pour les entreprises. Malgré les efforts mis en œuvre par les acteurs des différents secteurs concernés pour améliorer leurs processus, les mauvaises conditions de travail et les violations des droits de l'homme demeurent des problématiques récurrentes dans la chaîne d'approvisionnement. Cela concerne non seulement des pays comme le Bangladesh ou la Chine, mais également d'autres pays avec des contextes sociaux comparables.

Fort de ce constat, la plateforme d'engagement de Mirova, constituée de sept investisseurs institutionnels français dont le FRR, a décidé de lancer en 2014 une initiative d'engagement collaborative sur la gestion des risques liés à la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du textile. Aujourd'hui, 19 institutions représentant 1,36 trilliards d'euros sont signataires.

Les principaux objectifs de l'engagement sont :

- amélioration de la transparence ;
- cartographie des risques sociaux ;
- développement de relations de long terme avec les fournisseurs ;
- participation à des initiatives sectorielles.

SYNTHÈSE DE L'ANNÉE 2016 ET INITIATIVES PRISES EN 2017

En 2016, l'accent a été mis sur le dialogue avec différentes organisations professionnelles

ayant pour objectif de développer une chaîne d'approvisionnement du secteur textile plus durable et responsable. Parmi les organisations identifiées, la Sustainable Apparel Coalition (SAC) se démarque particulièrement comme un interlocuteur à privilégier. En effet, contrairement aux autres initiatives qui envisagent les enjeux sociaux de la chaîne d'approvisionnement en général, la SAC porte uniquement sur l'industrie textile, dont les membres représentent environ 40% de l'industrie. De plus, en 2007, la SAC a développé une plateforme d'autoévaluation visant à améliorer la transparence des différents acteurs de la chaîne d'approvisionnement, en particulier s'agissant de la performance environnementale et sociale. Dans ce cadre, une feuille de route a été mise en place afin de permettre aux membres de publier leur score d'ici 2020.

En juillet 2016, la SAC a énoncé de nouveaux engagements :

- amélioration de la qualité, l'intégrité et la robustesse des informations de la plateforme d'évaluation ;
- standardisation des modèles d'évaluation sociaux utilisés par les membres.

Les premiers résultats de l'engagement ont permis d'identifier que la transparence concernant la chaîne d'approvisionnement demeurait un problème pour la plupart des entreprises contactées. Même si certaines d'entre elles avaient une nette longueur d'avance, la majorité tardait à suivre leur exemple. Par ailleurs, le manque d'homogénéité des informations transmises rendait la comparaison difficile.

En conséquence, l'accent a été mis en 2017 sur le dialogue avec différentes organisations professionnelles ayant pour objectif de développer une chaîne d'approvisionnement du secteur textile plus durable et responsable.

Le groupe d'investisseurs a concentré ses efforts en échangeant particulièrement avec la Sustainable Apparel Coalition (SAC)⁸. Le FRR a d'ailleurs contribué activement à plusieurs groupes de travail, notamment le 17 novembre lors d'une session de travail regroupant des membres de la SAC, plusieurs investisseurs internationaux ainsi qu'une société du secteur du textile (H&M).

Les échanges issus des différentes réunions ont abouti aux engagements suivants de la SAC que le FRR a été en mesure de vérifier lors des échanges avec cette association :

- amélioration de la qualité, l'intégrité et la robustesse des informations collectées pour l'évaluation ;
- standardisation des modèles d'évaluation sociaux utilisés par les membres.

⁸ La SAC a été fondée en 2009 avec pour objectif de limiter les impacts environnementaux négatifs de l'industrie du vêtement, du textile et de la chaussure tout en maximisant les impacts positifs sur les acteurs de l'industrie. Son activité principale est l'indice Higg, une plateforme d'autoévaluation des marques et de leurs usines d'approvisionnement pour mesurer, partager et évaluer leurs performances environnementales et sociales. La SAC est composée d'environ 175 membres (PME et grandes multinationales) qui représentent environ 40% de l'industrie.

Le FRR soutient la recherche académique et appliquée

LA CHAIRE FINANCE DURABLE ET INVESTISSEMENT RESPONSABLE

La chaire Finance Durable et Investissement Responsable, codirigée par Sébastien Pouget (Toulouse School of Economics, IAE de Toulouse, Université Toulouse 1 Capitole) et Patricia Crifo (département d'économie de l'École Polytechnique), a été créée en 2007 sous l'impulsion du Fonds de Réserve pour les Retraites. Elle rassemble, à ce jour, des investisseurs tels qu'Allianz Global Investors, Amundi, la Banque Postale Asset Management, la Caisse des Dépôts, Candriam, Edmond de Rothschild Asset Management, Groupama Asset Management, HSBC Global Asset Management et Neulize OBC Investissements.

Depuis plusieurs années, le FRR s'implique particulièrement dans un projet de recherche relatif aux petites et moyennes capitalisations. Ce projet propose une étude empirique des facteurs affectant la performance de ces entreprises tant en matière financière (rentabilité économique et valorisation boursière) qu'en matière de responsabilité sociale (dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance).

Les analyses des données effectuées font émerger les résultats préliminaires suivants :

D'abord, les entreprises familiales, lorsqu'elles sont encore détenues par le fondateur ou ses descendants, apparaissent comme plus performantes au niveau économique. Ce résultat est d'autant plus valable que la performance économique est mesurée par le taux de rentabilité de l'actif (Return on Assets, ROA) ou par le taux de rentabilité des capitaux propres (Return on Equity, ROE). De plus, la volatilité des rendements boursiers journaliers apparaît plus faible pour les entreprises familiales encore dirigées par leur fondateur ou par un descendant.

Ensuite, il semble que les marchés boursiers intègrent la surperformance économique des entreprises familiales dirigées par leurs fondateurs. Néanmoins, la valorisation boursière (mesurée par le Tobin's q) des entreprises familiales dirigées par un descendant apparaît plus faible alors que sa rentabilité économique est meilleure que celle des entreprises non familiales. Ainsi, il semble qu'il y ait une certaine inefficience des marchés financiers pour ce type d'entreprises.

Aussi, de manière cohérente avec l'hypothèse qu'un engagement de long terme avec une entreprise génère une performance financière positive, une entreprise dont une grande proportion du capital est détenue par ses salariés semble avoir une meilleure rentabilité économique et une plus faible volatilité des rendements boursiers que les autres entreprises. Ces bonnes rentabilités économiques semblent néanmoins ne pas se refléter dans les valorisations boursières. Encore une fois, les marchés semblent ne pas complètement réaliser que l'actionnariat salarié a un impact en général positif sur la performance des entreprises.

Enfin, le contrôle d'une entreprise par une famille, lorsque cette entreprise est dirigée par le fondateur ou par un dirigeant extérieur, est associé à une plus grande performance extra-financière. Ce résultat est aussi présent pour les entreprises qui ont une grande proportion d'actionnaires salariés ou de salariés dans le conseil d'administration.

En conclusion, il semble que les entreprises qui bénéficient d'une orientation long terme, due au contrôle par une famille ou à une présence forte des employés dans le capital, sont plus performantes tant au niveau économique qu'au niveau extra-financier.

2 DEGREES OF SEPARATION - ANALYSE DE L'ALIGNEMENT DE 69 ENTREPRISES DES SECTEURS PÉTROLIER ET GAZIER AVEC LES SCÉNARIOS CLIMATIQUES +2°C

Le FRR, les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), Carbon Tracker ainsi que les investisseurs AP7, Legal & General Investment Management et PGGM ont collaboré à l'élaboration d'un rapport⁹ destiné aux investisseurs responsables. Il fournit une analyse de l'alignement de 69 entreprises des secteurs pétrolier et gazier avec les scénarios climatiques +2°C. Celui-ci comprend également la part des futures dépenses d'investissement et de production qui excèdent le budget carbone de ces entreprises. Ce rapport intègre aussi un guide de dialogue avec les entreprises.

CARBONE 4

Le FRR a contribué au projet CRIS mené par Carbone 4 concernant l'évaluation des risques physiques pesant sur leurs portefeuilles d'investissement d'entreprises, d'infrastructures et d'émissions souveraines face au changement climatique.

Cette méthodologie a été développée avec le soutien de l'AFD, la CDC, le FRR, Natixis-Mirova, CDG Capital, BNP Paribas, l'ERAFP et EDF et l'appui d'un conseil scientifique de haut niveau.

Cette méthodologie propose des indices de risque par émetteur. À l'échelle de l'émetteur, l'indice est construit en prenant en compte la ventilation sectorielle et géographique de ses activités et en les croisant avec des bases de données scientifiques développées par Carbone 4.

PRIX FIR PRI

Le Forum pour l'Investissement Responsable a été créé en 2001 à l'initiative de gestionnaires de fonds, de spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, de consultants, de syndicalistes, d'universitaires, de citoyens et d'investisseurs dans le but de promouvoir l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et de faire en sorte que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale et de développement durable. Avec d'autres SIFs (Sustainable Investment Forum), le Forum pour l'Investissement Responsable – French SIF est membre fondateur du réseau européen Eurosif.

Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) ont été élaborés par la communauté des investisseurs. Ils reflètent l'idée que l'Environnement, le Social et la Gouvernance d'entreprise (ESG) peuvent affecter la performance des portefeuilles d'investissement et doivent donc être pris en considération par les investisseurs.

Ils fournissent un cadre volontaire par lequel tous les investisseurs peuvent intégrer les questions ESG dans leurs décisions et ainsi mieux aligner leurs objectifs avec ceux de la société civile. Aujourd'hui, les PRI comptent 1 400 signataires représentant plus de 59 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion.

En 2011, le FIR et les PRI se sont associés pour le Prix de la recherche européenne finance et développement durable. Depuis l'origine, le FRR soutient ce prix.

9 Plus d'informations sont disponibles sur : www.2degreeseperation.com

Intégration de l'ESG au niveau de la sélection des gestionnaires

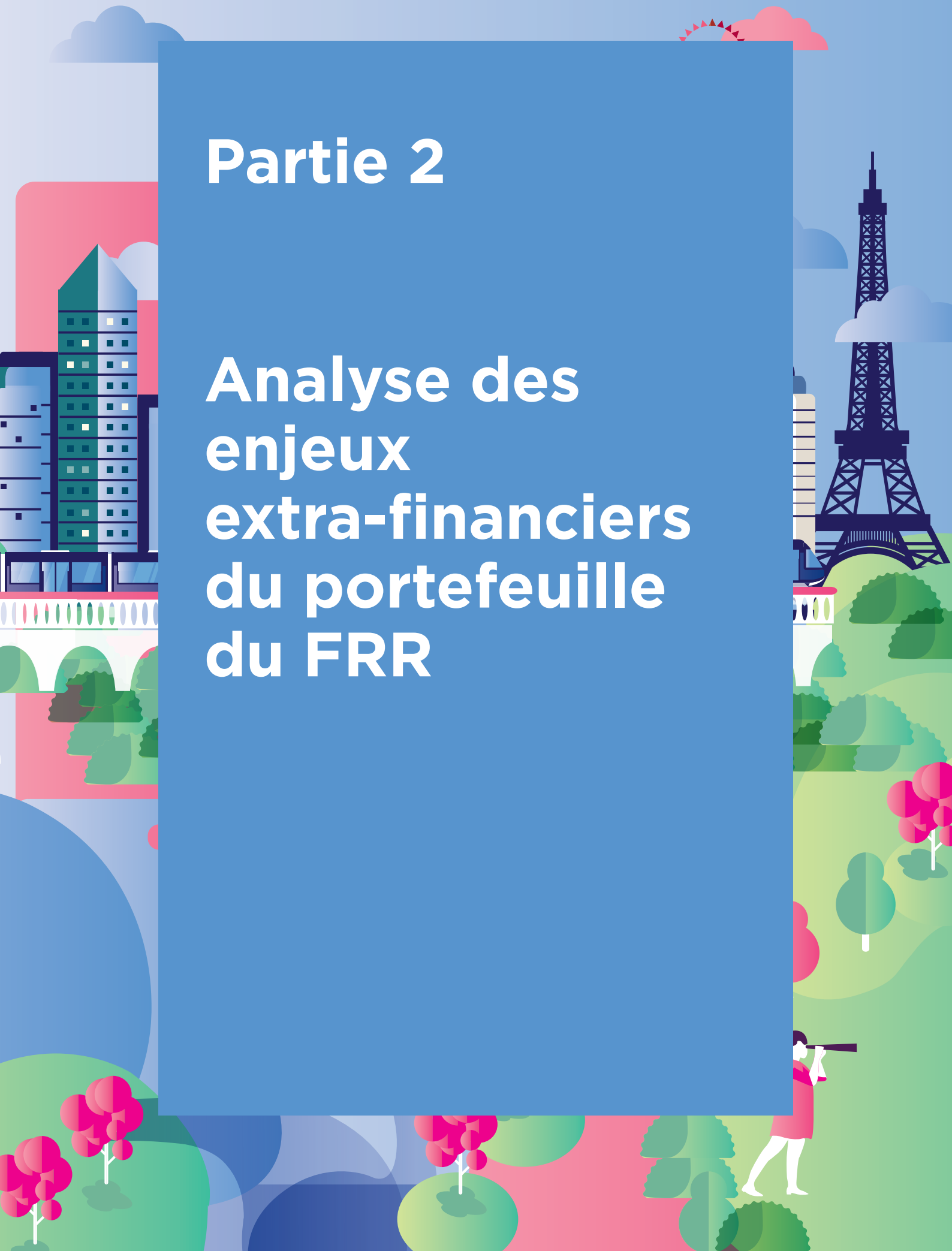
Le processus de sélection des gestionnaires intègre totalement les aspects ESG et la politique du FRR en la matière. Ces sujets sont couverts par de nombreuses questions posées dans les questionnaires de sélection des candidatures des gestionnaires, ainsi que dans les questionnaires d'offres. Lors des visites sur site réalisées par les équipes du FRR, un point systématique est fait sur

l'intégration des critères ESG dans la gestion, l'exercice des droits de vote et l'engagement actionnarial.

De plus, le mandat-type du FRR intègre des obligations en la matière et la stratégie d'investisseur responsable du FRR constitue une annexe du mandat.

Partie 2

Analyse des enjeux extra-financiers du portefeuille du FRR



Depuis 2008, le FRR s'est doté d'un dispositif lui permettant de suivre et prévenir les risques extra-financiers susceptibles d'avoir un impact sur ses investissements mais aussi sur 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 mais aussi de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier les conventions d'Ottawa¹⁰ et d'Oslo¹¹.

L'année 2010 a été marquée par l'entrée en vigueur de la convention d'Oslo (le 1^{er} août 2010) et par l'adoption des lois indispensables à son application en droit interne. À ce jour, la convention a été signée par 113 pays et ratifiée par 84 ; mais la Chine, les États-Unis, l'Inde, Israël, le Pakistan et la Russie – qui détiennent environ 90% des stocks mondiaux d'armes à sous-munitions – n'ont pas signé la convention. À l'occasion de ces travaux législatifs, des précisions ont ainsi pu être apportées quant au champ d'application de la convention.

En ce qui concerne la France, le texte, fidèle au texte de la convention, ne prévoit pas explicitement l'interdiction du financement direct ou indirect des activités liées aux armes à sous-munitions. Cependant, l'article 1 de la convention précise que « *chaque État partie s'engage à ne jamais, en aucune circonstance, assister, encourager ou inciter, de quelque manière, quiconque à s'engager dans toute activité interdite à un État partie en vertu de la présente convention* ». Lors de la

discussion du projet de loi adopté par le Sénat, Hubert Falco, Secrétaire d'État à la défense et aux anciens combattants, avait ainsi précisé que le financement « *constituerait une assistance, un encouragement ou une incitation tombant sous le coup de la loi pénale* ».

Par ailleurs, l'article 9 (Mesures d'application nationales) indique que « *chaque État partie prend toutes les mesures législatives, réglementaires et autres, qui sont appropriées, y compris l'imposition de sanctions pénales, pour prévenir et réprimer toute activité interdite à un État partie en vertu de la présente convention, qui serait menée par des personnes, ou sur un territoire, sous sa juridiction ou son contrôle* ».

On retrouve les mêmes engagements dans le traité d'Ottawa sur les mines anti-personnel.

Le FRR est investi en mandats et dans des fonds collectifs. Les politiques d'exclusion et les mesures mises en place concernant le désengagement des portefeuilles du FRR dans les armes controversées, le tabac et le charbon abordées dans ce chapitre concernent uniquement la gestion sous mandat. Une partie des valeurs concernant les exclusions sont détenues par des fonds collectifs de manière indirecte. Si le FRR peut intervenir dans la gestion sous mandat, il ne dispose pas de la même marche de manœuvre pour imposer ses mesures en faveur de la transition énergétique et écologique aux fonds collectifs dans lesquels il est investi.

¹⁰ Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction.

¹¹ Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des bombes à sous-munitions et sur leur destruction.

Analyse des controverses

La société Vigeo Eiris est en charge, depuis 2016, de l'évaluation des risques extra-financiers des entreprises du portefeuille du FRR. Vigeo Eiris applique des méthodologies adaptées et spécifiques aux différentes catégories de controverses :

- celles liées aux armes controversées ;
- celles liées au Pacte Mondial ;
- celles inhérentes au secteur du tabac.

MÉTHODOLOGIES

Méthodologie appliquée aux armes controversées

Un producteur d'armes controversées est défini comme toute entreprise ou groupe d'entreprises qui, elle-même ou par le biais d'une filiale ou d'une coentreprise (avec une participation égale ou supérieure à 50%), développe ou produit de telles armes – y compris ses composants clés. Les entreprises qui fournissent des services clés en relation directe avec de telles armes sont également prises en considération. Enfin, dans cette évaluation, Vigeo Eiris désigne également les principaux actionnaires des sociétés listées comme potentiellement impliqués dans les armes controversées.

L'objectif de la méthodologie est d'identifier les entreprises impliquées dans le développement, la production, l'entretien, l'utilisation, la distribution, le stockage, le transport ou le commerce d'armes interdites ou de leurs composants clés.

Traditionnellement, les parties prenantes se réfèrent aux armes suivantes :

- armes de destruction massive ;
- armes nucléaires, biologiques et chimiques.
- Mines antipersonnel, armes à sous-munitions et certaines armes classiques.

La production ou la prolifération de ces armes est encadrée par des traités internationaux. À la demande du FRR, Vigeo Eiris s'est concentrée sur les armes listées ci-dessous :

- armes à sous-munitions (BASM) ;
- mines antipersonnel (MAP) ;
- armes chimiques et bactériologiques.

Toutes les conventions relatives à ces armes ont été ratifiées par la France.

Méthodologie appliquée à l'évaluation des controverses liées au Pacte Mondial

L'analyse des controverses liées au Pacte Mondial est basée sur trois facteurs :

- La sévérité de la controverse

Pour évaluer la sévérité d'une controverse, Vigeo Eiris analyse son impact sur les parties prenantes et utilise le cadre défini par le Haut-Commissariat aux Droits de l'Homme des Nations Unies (analyse de l'ampleur, de la portée et du caractère irréversible de l'impact) et l'applique à tous les critères ESG. La sévérité est divisée en quatre niveaux (Mineure, Significative, Élevée et Critique). La sévérité d'une controverse est considérée comme critique lorsqu'elle porte sur des enjeux fondamentaux et a un impact négatif de grande ampleur sur l'entreprise et ses parties prenantes.

- La réactivité de l'entreprise à la controverse

Vigeo Eiris définit la réactivité comme la capacité démontrée par une entreprise de dialoguer avec ses parties prenantes dans une perspective de gestion des risques basée sur des mesures explicatives, préventives ou correctives. La réactivité est évaluée sur une échelle à quatre niveaux : Non Communicative, Réactive, Préventive, Proactive.

- La fréquence à laquelle une entreprise est exposée à des controverses

La fréquence est divisée en quatre niveaux : Isolée, Occasionnelle, Fréquente, Persistante. L'analyse au regard de l'ensemble de ces critères et de ce processus permet d'inscrire les sociétés concernées sur une liste de surveillance ou « warning list ».

Méthodologie appliquée aux activités controversées du secteur du tabac

L'activité tabac est analysée par Vigeo Eiris au regard des trois sous-critères suivants :

- La production de produits à base de tabac (fabrication de cigarettes, cigares, tabac à rouler, à priser ou à chiquer, production/culture du tabac en tant que matière première) ;
- La production de produits dérivés en lien avec le tabac (fabrication de produits qui ne contiennent pas de tabac, mais qui sont spécifiquement développés ou fabriqués pour être utilisés dans la fabrication ou la consommation de produits du tabac. Ex : machines à rouler, filtres à cigarettes, arômes de tabac. Les produits tels que les allumettes, les briquets, les emballages et les adhésifs, qui sont également utilisés dans d'autres contextes que la fabrication ou la consommation de produits du tabac, ne sont pas considérés comme des produits du tabac ;
- La distribution de produits à base de tabac (vente/distribution de produits à base de tabac).

Vigeo Eiris a fait évoluer la qualification du niveau d'implication en fonction de la part de revenu associée à chaque sous-critère :

- La production de produits à base de tabac est considérée comme une implication majeure quel que soit le niveau de revenu associé (pas de changement).
- La vente ou la distribution de produits à base de tabac entraîne une implication mineure si les revenus associés sont égaux ou inférieurs à 10% du chiffre d'affaires de l'entreprise, majeure au-dessus de 10%. À noter : auparavant, un seuil de revenu de 0-1% n'entraînait aucune implication.
- La production de produits dérivés en lien avec le tabac entraîne une implication mineure quel que soit le niveau de reve-

nu associé. Auparavant, un revenu associé égal ou supérieur à 10% entraînait une implication majeure.

- La production d'e-cigarettes (uniquement si l'entreprise n'est pas impliquée dans la production de tabac) : oui/non.

Le FRR a décidé d'utiliser la nomenclature GICS [« GICS » intitulée « Tobacco » - « Manufacturers of cigarettes and other tobacco products » pour définir les émetteurs exposés au tabac :

- Les gestionnaires du FRR ont signé un avenant courant 2017.
- La nomenclature GICS est utilisée pour la conformité du FRR (développement en cours).
- Cette classification comporte quatre niveaux : Sector, Industry group, Industry et Sub-industry. Il est décidé d'utiliser le niveau Industry (302030 - tobacco - manufacturers of cigarettes and other tobacco products).
- Cette nomenclature est publique et les entreprises sont classées dans cette nomenclature sur Bloomberg. Cela ne pose donc pas de problème, pour les gestionnaires du FRR, d'implémenter cette liste dans leurs systèmes.
- Par ailleurs, cette nomenclature est utilisée pour les actions et obligations. Cela convient donc bien à toutes les classes d'actifs.

La définition de l'exclusion du FRR prend donc en compte les entreprises identifiées dans le premier sous-critère (production de produits à base de tabac). La production de produits dérivés et la distribution ne sont pas des facteurs d'exclusion pour le FRR.

Au 31 juillet 2018, le FRR a changé la référence retenue d'exclusion du tabac en passant de la nomenclature GICS à la nomenclature BICS¹² - Bloomberg ICS niveau 3 : code d'industrie - intitulé « tabac ».

12 Copyright ©2014 Bloomberg Finance L.P. Permission is hereby granted, free of charge, to any person obtaining a copy of this software and associated documentation files (the "Software"), to deal in the Software without restriction, including without limitation the rights to use, copy, modify, merge, publish, distribute, sublicense, and/or sell copies of the Software, and to permit persons to whom the Software is furnished to do so, subject to the following conditions: The copyright notice below and this permission notice shall be included in all copies or substantial portions of the Software. THE SOFTWARE IS PROVIDED "AS IS", WITHOUT WARRANTY OF ANY KIND, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE AND NONINFRINGEMENT. IN NO EVENT SHALL THE AUTHORS OR COPYRIGHT HOLDERS BE LIABLE FOR ANY CLAIM, DAMAGES OR OTHER LIABILITY, WHETHER IN AN ACTION OF CONTRACT, TORT OR OTHERWISE, ARISING FROM, OUT OF OR IN CONNECTION WITH THE SOFTWARE OR THE USE OR OTHER DEALINGS IN THE SOFTWARE. BLOOMBERG is a registered trademark of Bloomberg Finance L.P. or its affiliates. All other trademarks and registered trademarks are the property of their respective owners."

PÉRIMÈTRE COUVERT PAR L'ANALYSE DE CONTROVERSES

L'analyse de Vigeo Eiris se concentre sur les performances du portefeuille à la fin de l'année 2017.

Sur les 4 918 valeurs qui composent le Portefeuille consolidé du FRR, Vigeo Eiris a analysé la gestion des controverses de 2 718 valeurs, soit 55% des entreprises qui représentent 93% des investissements du portefeuille. Les résultats présentés donnent ainsi une représentation hautement significative de la gestion

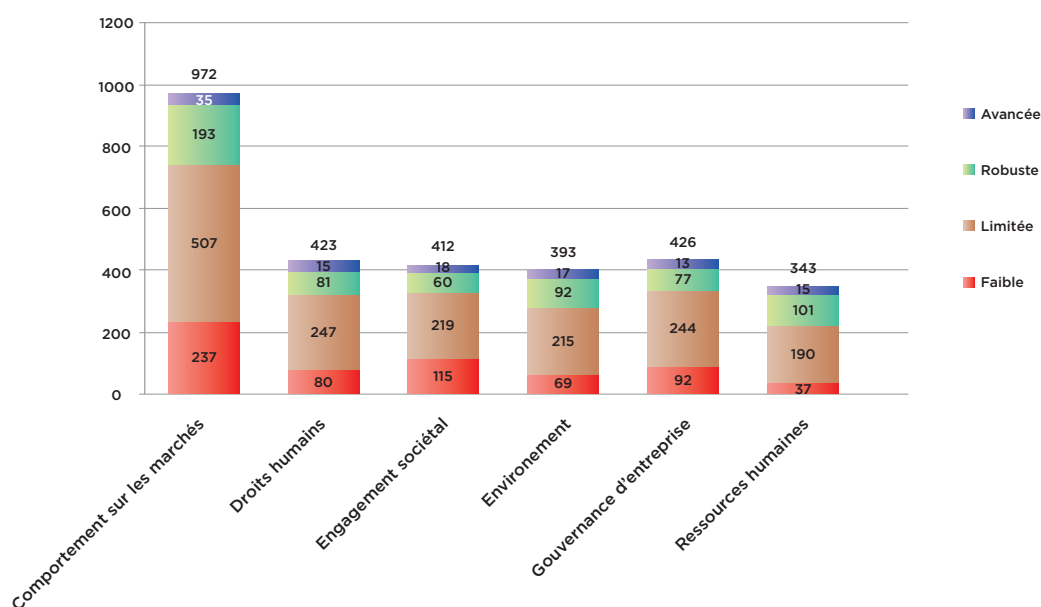
des risques controverses du Portefeuille consolidé.

La taille du Portefeuille consolidé a significativement augmenté par rapport au précédent audit 2016, avec un accroissement notable du nombre d'entreprises provenant de pays émergents.

Parmi les 2 718 valeurs analysées, 1 286 d'entre elles ont fait face à des controverses et 131 font désormais partie de la « warning list » de Vigeo Eiris (qui en comprend 167) contre 85 en 2017.

Analyse par domaine ESG

NOMBRE D'ENTREPRISES CONTROVERSÉES ET GESTION DE LEURS CONTROVERSES PAR DOMAINE - CONSOLIDÉ



Au niveau consolidé, 36% des entreprises du portefeuille ont été impactées par au moins une controverse sur le domaine comportements sur les marchés et 16% sur les domaines droits humains et gouvernance d'entreprise. Le cadre international, plus exigeant en matière d'éthique des affaires, ainsi que la vigilance importante des autorités judiciaires sur cet enjeu peuvent expliquer cette répartition.

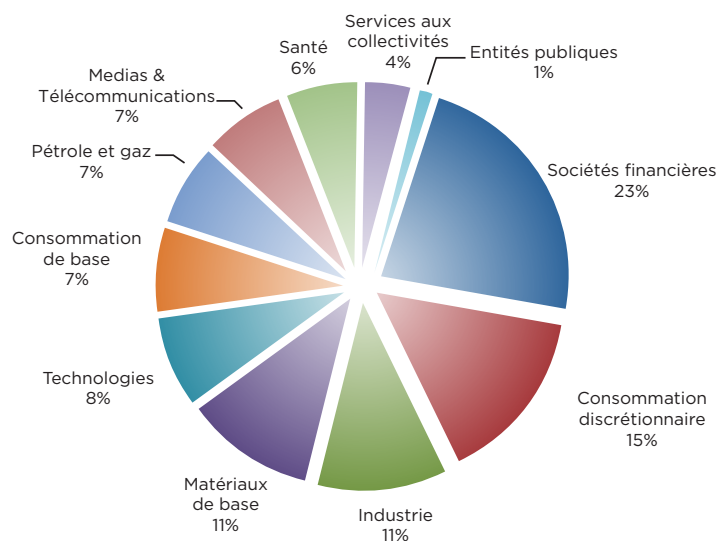
393 entreprises ont ainsi été impactées par au moins une controverse pour des faits de corruption (C&S 3.1), Deutsche Bank étant la plus controversée avec un cumul de 37 controverses dont 32 de sévérité critique ou élevée sur ce sujet. 400 entreprises ont quant à elles été affectées par au moins une controverse pour pratique anticoncurrentielles (C&S 3.2),

Alphabet étant la plus controversée en la matière. En juin 2017, Google, filiale d'Alphabet, a été condamné à une amende de 2,4 milliards d'euros pour violation des règles de concurrence de l'Union européenne.

Tous domaines confondus, au moins les deux tiers des entreprises affichent une gestion faible ou limitée de leur(s) controverse(s). À l'inverse, une part très minoritaire des entreprises - entre 3,1% et 4,4% selon les domaines - affichent une gestion avancée. Dans le domaine comportements sur les marchés, Heineken Holding, Pernod Ricard ou Enbridge comptent parmi les 35 entreprises affichant une gestion avancée de leur(s) controverse(s).

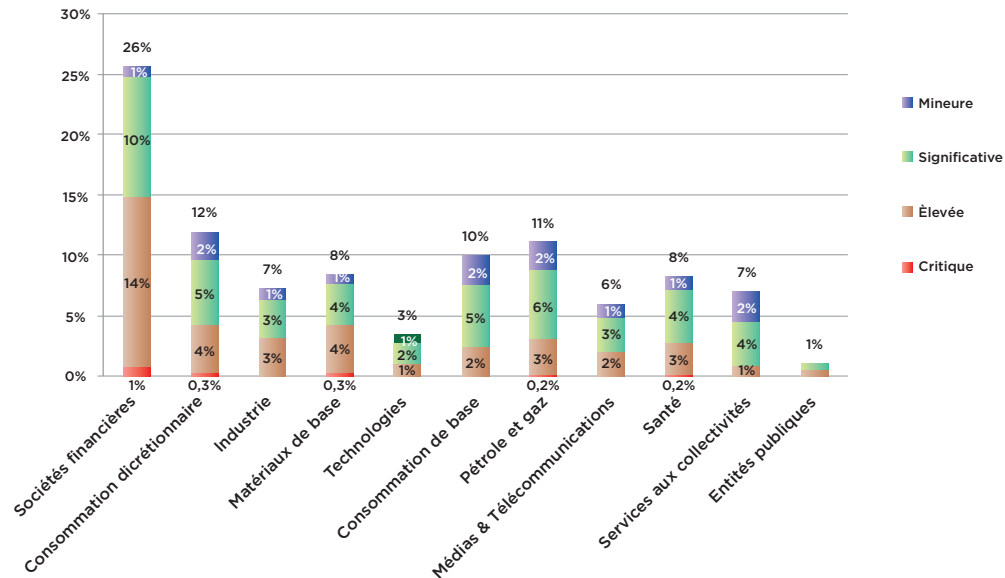
Analyse sectorielle

RÉPARTITION SECTORIELLE - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ



Une surreprésentation du secteur sociétés financières (23%) au sein du portefeuille est observée.

RÉPARTITION SECTORIELLE DES CONTROVERSES - CONSOLIDÉ



Par la comparaison de la représentativité des secteurs dans le portefeuille (avec la part des entreprises controversées en leur sein) et du volume de controverses générées, nous pouvons ainsi identifier les secteurs les plus controversés. Ils sont alors ceux qui cumulent une part plus élevée de controverses que d'entreprises dans le portefeuille.

Le secteur Sociétés Financières représente 22% des entreprises de la zone, mais a cumulé 27% du volume des controverses. Ces controverses ont toutefois été émises par moins de la moitié des entreprises du secteur.

On constate, par exemple, que six banques (Deutsche Bank, HSBC Holdings, Barclays, Bank of America, Citigroup, Credit Suisse Group) sont chacune impliquées dans plus de 50 controverses, concentrant à elles seules 337 controverses, soit près d'un quart des controverses du secteur.

Les secteurs pétrole et gaz, consommation de base et Services aux collectivités ont également cumulé un volume plus important de controverses que leur représentativité dans le portefeuille. Par exemple, les entre-

prises pétrolières ne représentent que 7% des entreprises de la zone mais ont cumulé 11% des controverses.

70% des entreprises des secteurs consommation de base et services aux collectivités ont été impliquées dans au moins une controverse. Walmart Stores, Nestlé, Coca-Cola, Tyson Foods et Philip Morris International sont les entreprises qui affichent le plus grand nombre de controverses au sein de ce secteur consommation de base. Quant au secteur Services aux collectivités, Duke Energy, EDF, Enel, Dominion Resources sont les entreprises les plus controversées.

Sur une note positive, moins d'un tiers des entreprises du secteur technologie ont fait face à une controverse. Les entreprises de ce secteur, qui représentent 8% des entreprises de la zone, ne représentent que 3% du volume de controverses.

C'est Apple, Microsoft et Panasonic, qui impactent le plus négativement ce secteur, puisqu'ils concentrent à eux seuls 54 controverses, soit un tiers des controverses identifiées sur ce secteur.

Répartition pays développés-pays émergents

Sur 2 718 entreprises analysées, 47% ont fait face à au moins une controverse, pour un total de 5 970 controverses, ratio en baisse par rapport à 2016 (52%). Cette diminution s'explique par une baisse du ratio de la zone développée, et plus particulièrement pour les régions Europe et Asie Pacifique. Le nombre d'entreprises du portefeuille couvertes par la recherche et provenant des pays émergents a fortement augmenté (+70% environ), avec une implication plus importante de celles-ci dans les controverses.

La zone pays émergents affiche une augmentation de son ratio d'entreprises controversées (+2 points). La zone pays développés demeure la zone la plus controversée : 52% d'entreprises controversées contre 37% pour la zone pays émergents.

Les dix pays affichant le plus d'entreprises controversées sont majoritairement issus de la zone pays développés. On observe ainsi par rapport à la dernière évaluation en 2016 l'entrée des deux pays émergents Inde et Chine parmi cette liste, qui remplacent les pays européens Italie et Espagne.

Les États-Unis sont le pays qui totalise toujours la plus grande part de controverses du portefeuille. Ils représentent 27% des entreprises du portefeuille mais 34% des entreprises controversées.

L'analyse montre, enfin, que les entreprises du portefeuille ont été impliquées dans 119 controverses de sévérité critique (2% du volume total des controverses), générées à plus de 90% par la zone pays développés.

Désengagement du tabac

Le tabagisme a été reconnu comme l'une des plus grandes et des plus importantes menaces pour la santé publique mondiale. L'Organisation mondiale de la santé (OMS) estime que près de 12% des décès chez les adultes âgés de plus de 30 ans sont attribuables au tabac. Sur le milliard de fumeurs dans le monde, 80% vivent dans des pays à revenus faibles ou intermédiaires, où la charge de la consommation de tabac est la plus lourde. En outre, dans certains pays, les fermes de tabac emploient fréquemment des enfants issus de familles pauvres. Par ailleurs, les ouvriers du tabac sont exposés à la « maladie du tabac vert ». Celle-ci est causée par l'absorption de la nicotine à travers la peau lors de la manipulation des feuilles de tabac humides.

En 2005, la Convention-cadre de l'OMS pour la lutte anti-tabac est entrée en vigueur. Son objectif principal est de protéger les générations présentes et futures des effets sanitaires, des conséquences sociales, environnementales et économiques de l'exposition/consommation de tabac. Depuis lors, la lutte contre le tabac gagne du terrain avec la mise en place de mesures telles que l'emballage neutre, l'augmentation des taxes, l'interdiction de la publicité, etc. Néanmoins, l'usage du tabac augmente encore chez les adultes dans les pays en développement, montrant que la lutte contre l'usage du tabac a encore un long chemin à parcourir.

Par ailleurs, la convention-cadre de l'OMS pour la lutte anti-tabac signée par la France est le premier traité négocié sous les auspices de l'OMS. Il s'agit d'un traité fondé sur des données factuelles, qui réaffirme le droit de tous les peuples au niveau de santé le plus élevé possible. La convention-cadre représente une évolution fondamentale, en ce sens qu'elle met au point une stratégie visant à réglementer des substances engendrant la dépendance. À la différence des précédents traités de lutte contre la drogue, la conven-

tion-cadre affirme l'importance des stratégies de réduction de la demande au même titre que la réduction de l'offre. Cette convention-cadre est donc orientée vers la production et la commercialisation du tabac mais s'adresse aussi aux investisseurs.

Les compagnies du tabac jouent un rôle actif dans la promotion de l'usage du tabac, même s'il est dit, depuis longtemps, que les effets de la consommation de tabac sur la santé humaine sont très négatifs. Bien que la réglementation se soit durcie dans les pays développés, celle-ci est encore limitée dans de nombreux pays en développement, où plusieurs compagnies de tabac ont trouvé de nouveaux marchés et donc de nouveaux fumeurs.

Enfin, les taxes imposées sur la vente de tabac sont très loin de couvrir les dépenses de santé associées au tabagisme. En Europe, le rapport est de 1 à 5 : les « cigarettiers » représentent donc un coût net pour la société.

À la fin de l'année 2016, le FRR avait décidé de s'engager plus profondément dans la lutte contre le tabac en prenant la décision de désinvestir du tabac en 2017. Ainsi : « *Le Conseil de surveillance du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), lors de sa séance du 1^{er} décembre 2016, a adopté la proposition du Directoire **d'exclure du portefeuille les investissements en actions ou obligations dans des entreprises productrices de tabac*** »¹³.

QUELS RÉSULTATS EN 2017 ?

Sur les 4 918 valeurs qui composent le Portefeuille consolidé du FRR, Vigeo Eiris a analysé l'implication dans le tabac de 2 457 valeurs, ce qui représente 50% des entreprises et 92% des investissements.

13 Extrait du communiqué de presse du FRR du 15 décembre 2016.

Par rapport à l'analyse de novembre 2016, le nombre d'entreprises impliquées dans le tabac a augmenté concernant les entreprises impliquées de façon mineure, passant de 17 à 182 à fin novembre 2017. Cette hausse du nombre d'entreprises impliquées de façon mineure s'explique par l'évolution des seuils considérés et l'extension de couverture de la recherche Vigeo Eiris sur cette activité. La production de produits dérivés en lien avec le tabac entraîne désormais une implication mineure quel que soit le niveau de revenu associé.

Concernant les entreprises ayant une implication majeure, on note positivement dans l'analyse de Vigeo Eiris au 30 novembre 2017 que trois sociétés ont été exclues du portefeuille du FRR.

Néanmoins, l'analyse de la composition du portefeuille FRR au 31 décembre 2017 montre qu'en tout, ce sont dix sociétés listées comme ayant une participation majeure dans la production ou la distribution de tabac, qui ont été exclues à la fin de l'année 2017. L'engagement du FRR pris à la fin de l'année 2016, concernant l'exclusion du portefeuille des sept sociétés détenues par mandat, a été respecté.

Dans l'analyse du portefeuille du FRR au 30 juin 2018, on note que toutes les entreprises ayant une participation majeure dans la production ou la distribution de tabac ont été exclues du portefeuille du FRR.

Les armes controversées

EXCLUSION DES SOCIÉTÉS IMPLIQUÉES DANS LES ARMES CONTROVERSÉES

La France a ratifié la convention d'Oslo sur les armes à sous-munitions du 3 décembre 2008 qui stipule, notamment, que « *chaque État partie s'engage à ne jamais, en aucune circonstance, employer d'armes à sous-munitions ; mettre au point, produire, acquérir de quelque autre manière, stocker, conserver ou transférer à quiconque, directement ou indirectement, des armes à sous-munitions ; assister, encourager ou inciter quiconque à s'engager dans toute activité interdite à un État partie en vertu de la présente convention.* ». La France a également ratifié la convention d'Ottawa du 18 septembre 1997 qui, elle, stipule que « *chaque État partie s'engage à ne jamais, en aucune circonstance, employer, mettre au point, produire, acquérir de quelque autre manière, stocker, conserver ou transférer à quiconque, directement ou indirectement, de mines antipersonnel...* ».

En conséquence, et en application de la Stratégie d'Investissement Responsable, le Conseil de surveillance a décidé de procéder à l'exclusion des portefeuilles du FRR, y compris des portefeuilles en gestion passive, des

titres représentatifs du capital ou de dettes de sociétés qui sont impliquées dans la fabrication de bombes à sous-munitions (BASM) et de mines antipersonnel (MAP) mais aussi d'armes chimiques et bactériologiques.

LA LISTE D'EXCLUSION DU FRR

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. Elle se base sur une méthodologie dont l'objectif est d'identifier les entreprises impliquées dans le développement, la production, l'entretien, l'utilisation, la distribution, le stockage, le transport ou le commerce d'armes interdites ou de leurs composants clés. Traditionnellement, les parties prenantes se réfèrent aux armes suivantes :

- armes de destruction massive ;
- armes nucléaires, biologiques et chimiques ;
- mines antipersonnel, armes à sous-munitions et certaines armes classiques.

Nouvelle liste au 4 octobre 2018

Entreprise	Pays	Cotation
Aerojet Rocketdyne Holdings, Inc. (GenCorp)	États-Unis	Cotée
Aerotech	Roumanie	Cotée
Arab Organization for Industrialization	Égypte	Non cotée
Aryt Industries Ltd.	Israël	Cotée
Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret	Turquie	Cotée
China Aerospace Science & Technology Corporation	Chine	Cotée
China National Precision Machinery Import and Export Corporation	Chine	Non cotée
China North Industries (Norinco)	Chine	Cotée
China Poly Group Corporation	Chine	Non cotée
DMD Group	Slovaquie	Non cotée
Doosan Corporation	Corée du Sud	Cotée
General Dynamics	États-Unis	Cotée
Hanwha Group	Corée du Sud	Cotée
Hanwha Techwin	Corée du Sud	Cotée
Heliopolis Company for Chemical Industries	Égypte	Non cotée
Honeywell	États-Unis	Cotée
IMI Systems Ltd	Israël	Non cotée
Indian Ordnance Factories	Inde	Non cotée
Israël Aerospace Industries	Israël	Cotée
Kaman	États-Unis	Cotée
L3 Technologies Inc	États-Unis	Cotée
Larsen & Toubro	Inde	Cotée
Lockheed Martin	États-Unis	Cotée
Makina ve Kimya Endustrisi Kurumu (MKEK)	Turquie	Non cotée
Motovilikha Plants JSC/Motovilikhinskiye Zavody	Russie	Cotée
Myanmar Defence Products Industries	Birmanie	Non cotée
Northrop Grumman Corporation	États-Unis	Cotée
Poongsan	Corée du Sud	Cotée
Raytheon	États-Unis	Cotée
Roketsan	Turquie	Non cotée
Rostec (Russian Technologies State Corporation)	Russie	Non cotée
S&T Dynamics	Corée du Sud	Cotée
S&T Holdings Co Ltd	Corée du Sud	Cotée
SPLAV State Research and Production Enterprise	Russie	Non cotée
Tata Power Company Ltd.	Inde	Cotée
Textron	États-Unis	Cotée
Union of Military Industries	Cuba	Non cotée
Yugoimport SDPR	Serbie	Non cotée

Partie 3

Empreinte environnementale du portefeuille du FRR



Le FRR communique sur l'empreinte carbone de son Portefeuille Actions et obligataire. 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, dans la continuité de sa stratégie d'Investissement Responsable, le FRR évalue chaque année son portefeuille.

Empreinte carbone

MISE EN PLACE DE LA DÉCARBONATION

En 2014, le FRR a engagé la décarbonation de son Portefeuille Actions Gestion Passive. Il a poursuivi dans cette voie et, en 2016, les investissements décarbonés avaient augmenté de 910 millions d'euros (mis à part l'effet marché). La part des actifs décarbonés était donc supérieure à 5 milliards d'euros. En 2017, cette part a encore progressé pour atteindre le montant de 5,905 milliards d'euros.

Quelle que soit la méthode utilisée, le portefeuille du FRR émet moins que son indice représentatif et, grâce à la politique volontariste de décarbonation menée par le FRR sur ses Portefeuille Actions, il conforte cet écart.

MESURE ET ANALYSE DE L'EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE DU FRR

Méthodologies appliquées pour mesurer l'empreinte carbone du portefeuille

L'étude réalisée par Trucost Ltd couvre les émissions générées par les opérations des entreprises, leurs fournisseurs directs ainsi que leurs réserves fossiles.

Le FRR a fait le choix d'utiliser trois méthodes pour mesurer l'empreinte carbone de son portefeuille :

- l'empreinte en capital est calculée par million d'euros investis¹⁴;

- l'empreinte en chiffre d'affaires est calculée en divisant les émissions annuelles de CO₂ des entreprises par les revenus annuels générés par leurs activités¹⁵ ;
- l'empreinte moyenne est calculée en effectuant une moyenne arithmétique des intensités carbone des entreprises du portefeuille pondérées par leurs poids dans le portefeuille¹⁶.

L'approche privilégie la méthode par million d'euros de revenus généré, qui applique le principe du « proxy » de la détention (attribution à l'investisseur en fonction de la part de l'entreprise détenue) aux émissions ainsi qu'aux revenus générés par le portefeuille, et permet donc d'évaluer l'efficacité du portefeuille dans sa création de valeur. L'empreinte par million investi exclut quant à elle la notion d'efficacité puisqu'elle ne prend pas en compte la création de revenus, mais permet à l'investisseur de mieux appréhender l'impact absolu de son portefeuille. Enfin, la moyenne pondérée des empreintes carbone du portefeuille consolidé permet, elle, d'évaluer exclusivement l'exposition du portefeuille aux entreprises très émettrices, excluant donc la notion de responsabilité.

Pour le calcul de son empreinte, le FRR a fait le choix d'analyser :

- Le scope 1, reflétant les émissions directes de l'entreprise ;
- Le scope 2, reflétant les émissions indirectes de l'entreprise induites par l'achat d'électricité ou de chaleur ;
- Le scope 3, premier cercle amont, reflétant les émissions des fournisseurs de premier rang.

¹⁴ Ce ratio est exprimé en tonne d'équivalent CO₂ (tCO₂e) pour un million d'euros investis, il peut être aussi exprimé en kilos par millier d'euros kgCO₂e/1 000eur.

¹⁵ Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO₂ (tCO₂e) par million d'euros de revenus.

¹⁶ Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO₂ (tCO₂e) par million d'euros de revenus.

- S&P Trucost Ltd attribue au portefeuille du FRR la proportion d'émissions "détenues" de la manière suivante¹⁷ :

$$\frac{\text{valeur détenue} \times \text{émissions totales de l'entreprise}}{\text{valeur de l'entreprise}}$$

Cette nouvelle méthodologie permet au FRR de calculer une empreinte carbone consolidée de ses portefeuilles actions et obligations.

Le FRR a fait le choix d'évaluer son portefeuille en faisant la distinction entre les investissements effectués dans les pays développés pour lesquels il peut fixer ses propres règles d'investissement aux gestionnaires à travers des mandats de gestion et ceux effectués dans les pays émergents où il investit au travers des OPC ayant leur propre politique d'investissement.

Pour mieux comprendre l'origine de l'écart de son empreinte carbone par rapport à son indice de référence, le FRR a aussi distingué l'effet sectoriel de l'effet sélection d'actifs au sein de chaque secteur.

L'analyse a été effectuée comparativement à un indice composite reflétant les univers d'investissement de chaque portefeuille.

Périmètre du portefeuille couvert par l'analyse de Trucost Ltd

Concernant les mandats, l'analyse du Portefeuille consolidé Actions et du portefeuille composé d'obligations d'entreprises a été réalisée au 30 novembre 2017. Elle concerne 3 735 entreprises, pour une valeur totale analysée de 20,12 milliards d'euros. L'analyse couvre ainsi 95 % de la valeur totale du Portefeuille consolidé actions et 86 % de la valeur

totale du portefeuille composé d'obligations. Le taux de couverture inférieur de ce portefeuille s'explique principalement par l'exclusion des valeurs « non-entreprises » du champ de l'analyse.

Concernant les OPC permettant une exposition aux pays émergents, l'analyse a été effectuée exclusivement sur le portefeuille composé d'actions.

Les Portefeuilles consolidés Actions et Obligations affichent une performance carbone supérieure à celle de leurs indices composites respectifs et ce pour chacun des indices utilisés et des méthodologies appliquées pour calculer le pourcentage de détention.

ANALYSE DU PORTEFEUILLE DU FRR DÉCLINÉE PAR CLASSE D'ACTIFS

Fin 2017, l'empreinte carbone¹⁸ du portefeuille d'actions du FRR s'élève à 251,1 tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 22,8 % à celle de l'indice de référence¹⁹ du FRR. De 2013 à 2017, le portefeuille du FRR a réduit son empreinte carbone de 37,8 % tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 19,6 %. Cette performance découle essentiellement du processus de décarbonation en cours depuis 2014 sur les Portefeuilles Actions, Gestion Passive.

Par ailleurs, en 2017, pour un million d'euros investi dans le Portefeuille Actions du FRR, les émissions absolues²⁰ sont de 163,8 tonnes équivalent CO₂, soit 16,5 % de moins que celles de son indice représentatif. De 2013 à 2017, le portefeuille du FRR a réduit, selon cette métrique, son empreinte carbone de 45,3 %, tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 39,8 %.

17 Dans ses précédentes analyses, Trucost Ltd attribuait au portefeuille du FRR la proportion d'émissions « détenues » de la manière suivante :

$$\frac{\text{valeur détenue} \times \text{émissions totales de l'entreprise}}{\text{capitalisation boursière de l'entreprise}}$$

18 Émissions normalisées par la valeur d'entreprise et non la capitalisation.

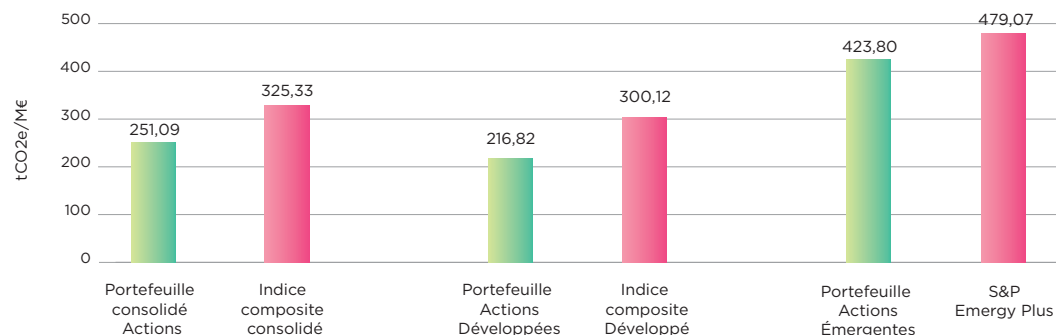
19 13,8 % de l'indice MSCI Emerging Markets +43,2 % de l'indice FTSE Developed All Cap Excluding Eurozone +43 % de l'indice FTSE Developed Eurozone All Cap.

20 Émissions normalisées par la capitalisation et non par la valeur d'entreprise compte tenu du fait que le FRR dispose d'un historique de données supérieur pour cette métrique.

Le graphique ci-dessous compare la performance carbone des Portefeuille Actions des pays développés et des pays émergents. Les

résultats présentés ici sont basés sur une proportion de la détention calculée à partir de la valeur de l'entreprise.

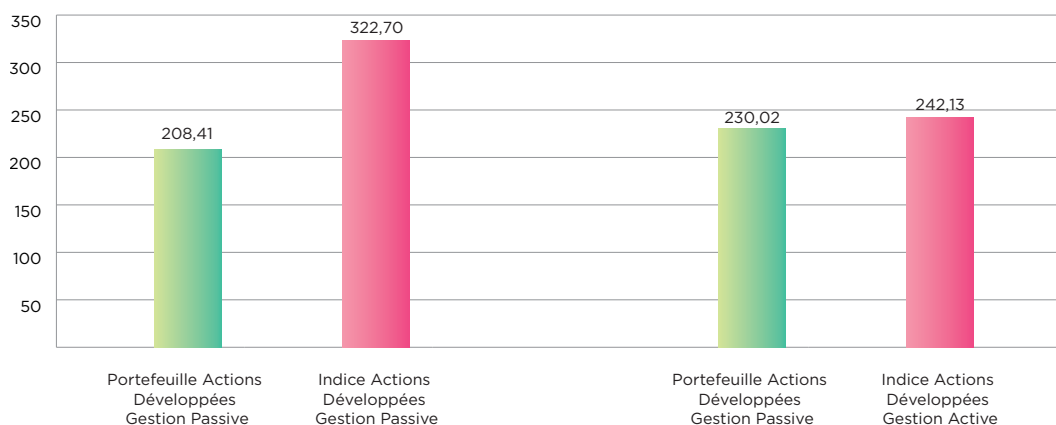
RÉSULTATS DE L'ANALYSE EMPREINTE CARBONE PAR PORTEFEUILLE, EN TONNES DE CO₂ PAR MILLION D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES



Le Portefeuille Actions des pays émergents est le portefeuille présentant la plus haute intensité carbone, et ce, pour chacun des indicateurs et pourcentages de détention utilisés. Cela est principalement dû à une intensité carbone supérieure des entreprises opérant dans les pays émergents par rapport à celles opérant dans les pays développés. Celle-ci reste toutefois inférieure à celle de

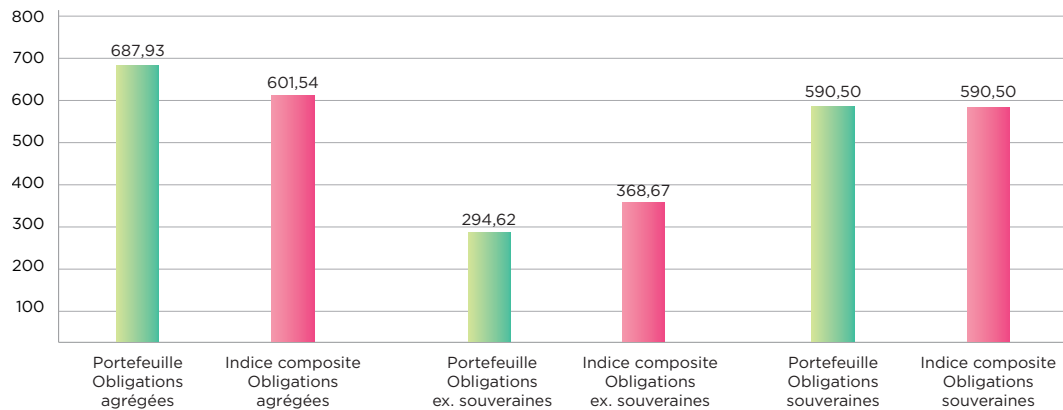
son indice de référence, le MSCI Emerging Markets. Le graphique ci-après détaille les résultats de l'empreinte carbone du Portefeuille Actions des pays développés par type de gestion (active et passive). Les deux portefeuilles présentent des intensités carbones relativement similaires, inférieures à celles de leurs indices de référence respectifs.

RÉSULTATS DE L'ANALYSE EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES PAR TYPE DE GESTION, EN TCO₂ PAR MILLION D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES



Le graphique suivant compare quant à lui les résultats du Portefeuille consolidé Obligations, du Portefeuille Obligations ex. souveraines et Obligations souveraines.

RÉSULTATS DE L'ANALYSE EMPREINTE CARBONE PAR PORTEFEUILLE, EN TCO₂ PAR MILLION D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES/PIB



Le Portefeuille Obligations d'entreprises présente une performance carbone 20% supérieure à celle de son indice de référence ; le portefeuille souverain présente, lui, une performance carbone 4,7% inférieure à celle de son indice de référence. Cela est principalement dû à la surpondération de certains pays tels que l'Indonésie, l'Afrique du Sud, la Zambie et la Russie dans les fonds émergents par ailleurs très émetteurs.

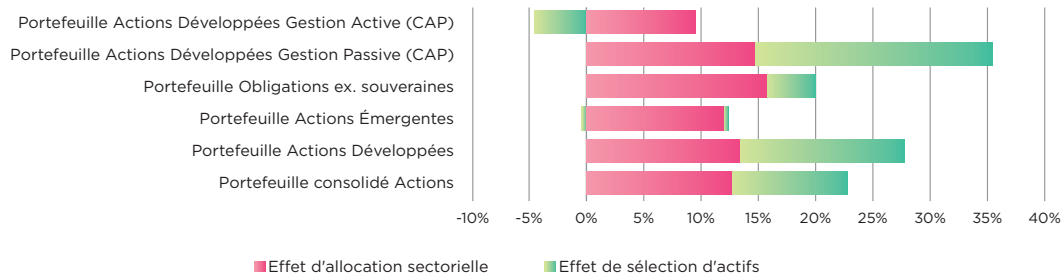
Cette analyse d'empreinte carbone souligne la performance relative positive des portefeuilles par rapport à leurs indices composites, quelle que soit la méthodologie utilisée. En effet, le portefeuille du FRR émet moins que son indice représentatif et, grâce à la politique volontariste de décarbonation menée par le FRR sur ses portefeuilles actions, il conforte cet écart.

Modalité de contribution des actifs à la performance carbone

Les principaux contributeurs à l'empreinte carbone des Portefeuilles Actions et Obligations sont les entreprises représentant un poids important dans les revenus du portefeuille et dont le processus de production est intensif en carbone.

La meilleure performance carbone des Portefeuille consolidé Actions et Obligations en comparaison à leur benchmark respectif s'explique par la combinaison de deux effets : un effet d'allocation sectorielle et un effet de sélection d'actif. Le graphique ci-après illustre cette combinaison pour chacun des Portefeuilles Actions consolidé, Actions Développées, Actions Émergentes et Obligations consolidées.

ALLOCATION DE PERFORMANCE PAR PORTEFEUILLE, EN %



Source Trucost

Portefeuille consolidé Actions

Le portefeuille consolidé Actions présente une intensité carbone inférieure de 23% à celle du benchmark, du fait d'un effet d'allocation sectorielle positif (13%) et d'un effet de sélection d'actifs également positif (10%). Le portefeuille est sous-pondéré dans des secteurs intensifs en carbone tels que Services aux Collectivités, Matériaux et Énergie. En outre, le portefeuille investit dans des entreprises moins intensives en carbone par rapport à leurs homologues de l'indice composite au sein de ces mêmes secteurs. Des résultats similaires s'observent aussi pour le Portefeuille Actions Développées.

La performance carbone supérieure du Portefeuille Actions Émergentes par rapport à celle de l'indice de référence s'explique, elle, principalement par un effet d'allocation sectorielle positif dans le secteur des Services aux Collectivités. L'effet de sélection d'actifs positif dans le secteur Énergie, est, lui, en partie contrebalancé par une sélection d'entreprises plus intenses en carbone que leurs homologues de l'indice composite dans le secteur des Matériaux.

Portefeuille consolidé Obligations

Le Portefeuille consolidé Obligations présente, lui, une intensité carbone inférieure de

20% à celle de son indice composite, principalement du fait d'un effet d'allocation sectorielle positif (16%). C'est le résultat d'une surpondération de secteurs peu intensifs en carbone tels que banque et assurance et d'une sous-pondération de secteurs fortement intensifs en carbone tels Matériaux et Services aux collectivités. La performance positive du portefeuille est également renforcée par un effet de sélection d'actifs positif dans les secteurs Énergie, Matériaux et Services aux collectivités.

Analyse des émissions totales (scopes 1, 2, 3)

Trucost Ltd a estimé les émissions totales (scope 1, 2, 3) des entreprises présentes dans les Portefeuilles consolidés Actions et Obligations du FRR. Il s'agit ici d'aller au-delà de la méthode standard de l'empreinte carbone qui prend en compte émissions directes + fournisseurs directs et le reste de la chaîne de valeur. Les émissions scope 3 incluent les émissions indirectes provenant de sources non contrôlées par une entreprise. Deux catégories d'émissions scope 3 sont généralement distinguées :

- les émissions "amont" liées aux fournisseurs directs et indirects de la société ;
- les émissions "aval" liées à l'utilisation des produits et services fournis par la société.

L'an passé, Trucost Ltd a affiné sa méthodologie et complété les données reportées par les entreprises par des estimations tirées directement des données de production pour les secteurs de l'énergie, du charbon et du secteur automobile, ou par des facteurs d'émissions sectoriels pour les autres secteurs. Il en découle une analyse plus granulaire qui permet de mettre en perspective les choix de gestion par rapport aux indices de référence.

L'empreinte carbone des Portefeuilles Actions et Obligations consolidés reste inférieure à celle de leur benchmark respectif lorsque l'ensemble des émissions de la chaîne de valeur sont prises en compte.

Les tableaux ci-dessous présentent l'empreinte carbone par scope d'émissions pour chacun des deux portefeuilles.

EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS ET DE SON INDICE COMPOSITE, PAR SCOPE

	Intensité en émissions directes (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 2 (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 3 Amont (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 3 aval (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions totales (tCO ₂ e/M€)
Portefeuille consolidé Actions	137,99	37,49	202,47	805,66	1 183,61
Indice composite	206,39	41,36	196,38	906,02	1 350,16
Performance relative (%)	33 %	9 %	-3 %	11 %	12 %

EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS ET DE SON INDICE COMPOSITE, PAR SCOPE

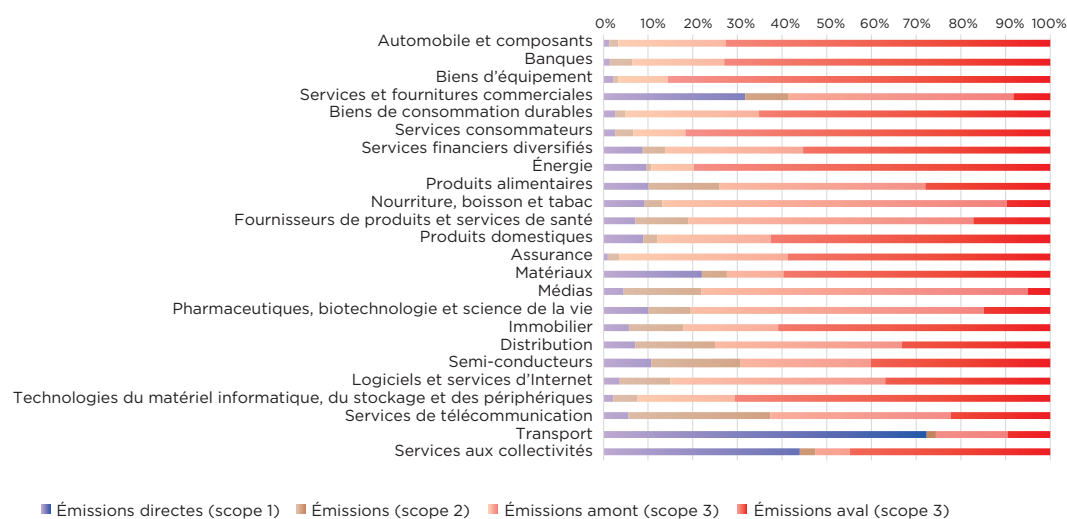
	Intensité en émissions directes (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 2 (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 3 amont (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions scope 3 aval (tCO ₂ e/M€)	Intensité en émissions totales (tCO ₂ e/M€)
Portefeuille consolidé Obligations	197,05	31,45	176,34	845,22	1 250,04
Indice composite	251,74	40,80	193,92	1 089,75	1 576,22
Performance relative (%)	22 %	23 %	9 %	22 %	21 %

Le scope 3 aval représente environ 68% des émissions des Portefeuilles consolidés Actions et Obligations. Les émissions directes et scope 3 amont dans les deux classes d'actifs représentent une part comparable de leurs empreintes totales, avec 12% et 17% respectivement pour le Portefeuille consolidé Actions, et 16% et 14% respectivement pour le Portefeuille consolidé Obligations. Les indices composites présentent un décomposé d'émissions similaire.

La répartition des émissions de carbone par scope varie en fonction des différents secteurs d'activité.

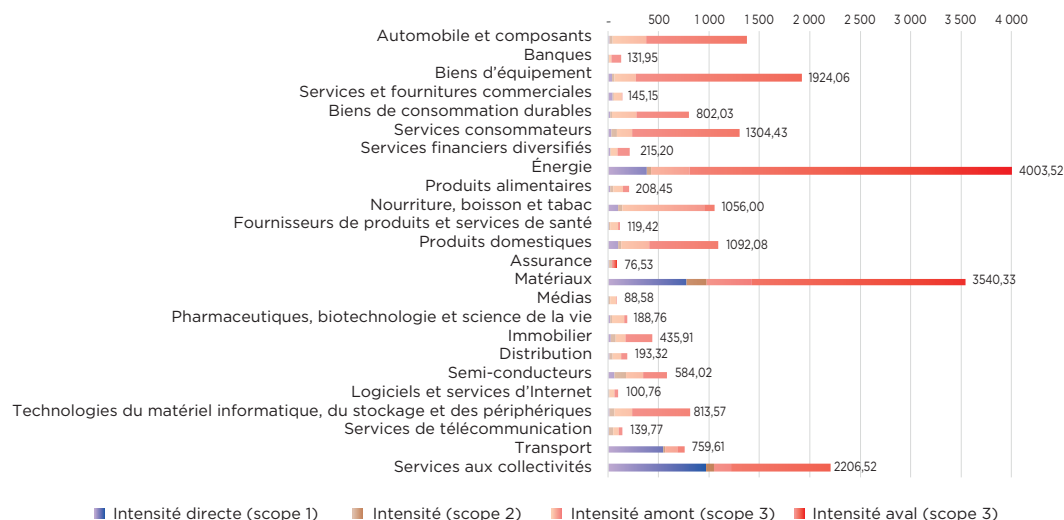
Le graphique ci-dessous présente cette répartition sectorielle pour le portefeuille consolidé Actions. Des résultats similaires sont observés pour le Portefeuille consolidé Obligations et les indices composites.

RÉPARTITION SECTORIELLE DES ÉMISSIONS DE CARBONE, PAR SCOPE (%)



Source: Trucost

INTENSITÉ DES ÉMISSIONS DE CARBONE PAR SCOPE (TCO₂/M€)



Source Trucost

Les secteurs pour lesquels les émissions scope 3 aval sont les plus matérielles en proportion des émissions totales sont l'énergie, les matériaux, les biens d'équipements et le secteur automobile. En d'autres termes, les émissions de carbone de ces secteurs sont principalement liées à l'utilisation de leurs biens et services.

Les entreprises pour lesquelles les émissions scope 3 amont sont les plus matérielles se trouvent dans les secteurs de l'agroalimentaire, des biens de consommation et des matières premières.

Évaluer l'exposition des fournisseurs indirects aux risques carbone, en particulier pour les entreprises dépendantes des matières premières (secteurs agricole et textile), et concentrer l'analyse des émissions scope 3 aval sur les secteurs les plus exposés à cette catégorie d'émissions en proportion des émissions totales (secteurs automobile et financier) constituent les deux principales recommandations dans la gestion des risques carbone provenant du scope 3.

MESURE ET ANALYSE DE L'EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS SOUVERAINES

Pour l'accompagner dans sa mission d'analyse et de mesure de l'empreinte environnementale, la société Trucost Ltd a choisi l'agence Beyond Ratings spécialisée dans l'analyse de portefeuilles composés d'obligations souveraines.

Méthodologie

La méthodologie d'analyse d'empreinte carbone de portefeuille de Beyond Ratings repose sur la mesure de l'exposition aux émissions de gaz à effet de serre des actifs souverains, des portefeuilles et des indices de référence.

Elle compare ainsi les niveaux d'intensité carbone entre pays. Ce service a été développé en partenariat avec Trucost Ltd. Cette analyse repose sur plusieurs critères permettant d'évaluer tant les émissions territoriales que celles liées aux échanges extérieurs. Les intensités sont évaluées sur la base des émissions totales de gaz à effet de serre par pays, reflétant ainsi le rôle spécifique du secteur public en tant que

fournisseur de services clés pour l'économie et législateur influant sur les empreintes carbone. L'analyse inclut des mesures d'intensité ou de contributions carbone et divers autres indicateurs.

L'exposition carbone du portefeuille obligataire et de son périmètre de comparaison repose sur les profils « carbone » des émetteurs souverains au niveau national. Elle est calculée en fonction de profils comprenant l'ensemble des émissions de gaz à effet de serre (GES) des pays. Cela reflète le fait que le secteur public a un rôle unique dans le pilotage de l'empreinte carbone des économies nationales, en tant que législateur et fournisseur de services publics clés. Par conséquent, l'analyse des portefeuilles et des indices de référence est fondée sur les émissions nationales plutôt que les seules émissions directement liées aux activités publiques.

Au niveau des portefeuilles, le ratio de GES (territoriaux + importés)/PIB est l'indicateur clé d'évaluation de l'empreinte carbone des actifs souverains. Cela signifie qu'un pays est exposé aux GES émis sur son territoire, mais aussi aux GES émis pour la production des biens et services importés. Cette approche est cohérente avec l'approche par les GES directs + GES des fournisseurs directs appliquée dans les empreintes carbone « entreprises » de Trucost

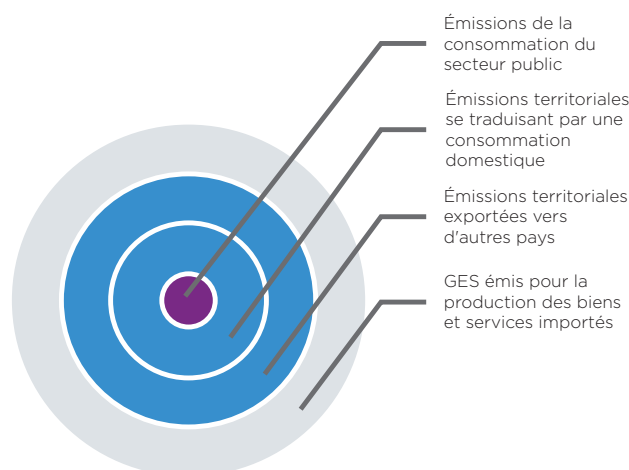
Ltd.

Comme indiqué ci-dessous, l'indicateur de GES (territoriaux + importés)/PIB couvre le périmètre suivant :

- émissions induites par la consommation de biens et services par le secteur public

- émissions territoriales résultant de la consommation intérieure ou des exportations
- émissions pour la production des biens et services produits à l'étranger mais fournis au pays d'analyse

PÉRIMÈTRE DES ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE (GES) COUVERTES PAR LES GES (TERRITORIAUX + IMPORTÉS)



Des estimations sont calculées afin de disposer de données et projections à jour. Les principes suivants permettent d'estimer les GES (territoriaux + importés) lorsque les données sont manquantes :

- Les données de reporting sont utilisées autant que possible et les émissions ne sont pas extrapolées.
- Les ratios GES/PIB sont calculés à partir (i) des données de GES disponibles et (ii) des séries de PIB en prix constants du FMI en devise nationale (données les plus récentes et projections futures).
- Le ratio ci-dessus est extrapolé sur la base du TCAM 10 ans (moyenne mobile sur période de 10 ans).
- En les couplant aux données et prévisions de PIB du FMI, les ratios GES/PIB extrapolés permettent d'estimer les émissions totales de GES pour la période de l'analyse et les années futures.
- Pour l'analyse des variations annuelles, les données en prix constants éliminent les impacts de l'inflation.

- Si les données ne sont pas disponibles, la ventilation des émissions de GES est considérée comme stable.
- Les GES estimés sont comparés aux dernières données ou estimations de PIB pour calculer les ratios.

Les données disponibles couvrent près de 100% des pays analysés. Un benchmark a été créé sur la base du poids très majoritaire de France et d'un segment composé des pays émergents du portefeuille repondérés selon le poids de leur dette publique, hors Chine du fait de son poids très faible dans le portefeuille.

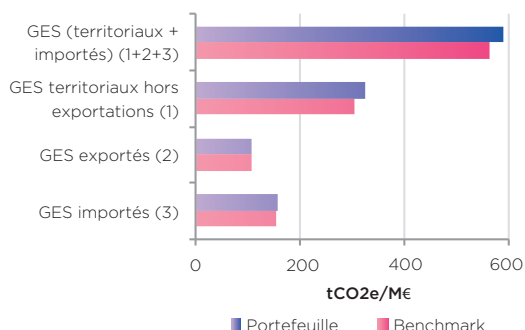
Principaux résultats

L'analyse de l'exposition carbone a été réalisée en janvier 2018 pour les actifs détenus au 30 novembre 2017. Sauf indication contraire, les données carbone sont basées sur l'année 2016 pour la cohérence avec l'analyse des actifs entreprises.

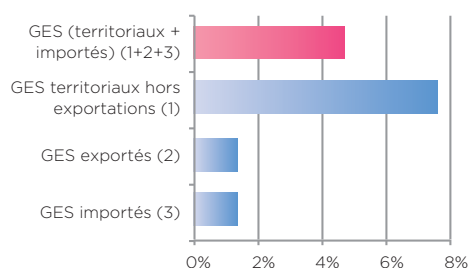
Sur la base des positions détenues en 2017 et des données 2016, l'exposition carbone moyenne du portefeuille est de 590,5 tCO₂e/m EUR de PIB (GES/PIB [territoriaux + importés]), comparée à une exposition de 564 tCO₂e/M€ de PIB pour le benchmark. Sur cette base, le niveau d'exposition du portefeuille est supérieur de 4,7% à celui du benchmark. Cela tient compte des gaz à effet de serre territoriaux et importés.

En termes d'émission de GES/PIB territoriaux hors exportations, le portefeuille a une exposition supérieure de 7,6% à celle du benchmark. De même, le ratio de GES importés/PIB est 1,4% moins favorable que dans le benchmark, et le ratio de GES exportés/PIB se positionne de manière moins favorable à hauteur de 1,3%.

MOYENNE PONDÉRÉE DES GES/PIB (T+1) POUR 2016



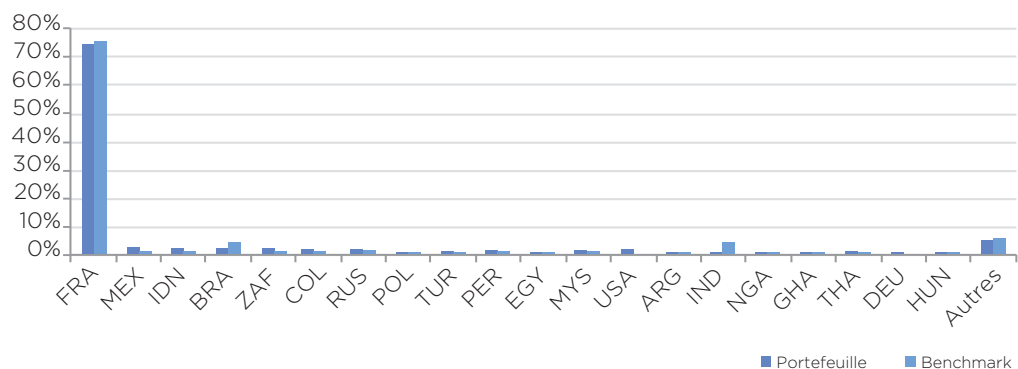
ÉCART DE L'EMPREINTE CARBONE ENTRE LE PORTEFEUILLE ET L'INDICE



Le tableau ci-après présente le poids des principaux pays composant le portefeuille et l'indice de référence. Dans la mesure où le portefeuille comprend au total 87 pays et sept entités supranationales, seuls les 15 pays les plus importants en poids ont été

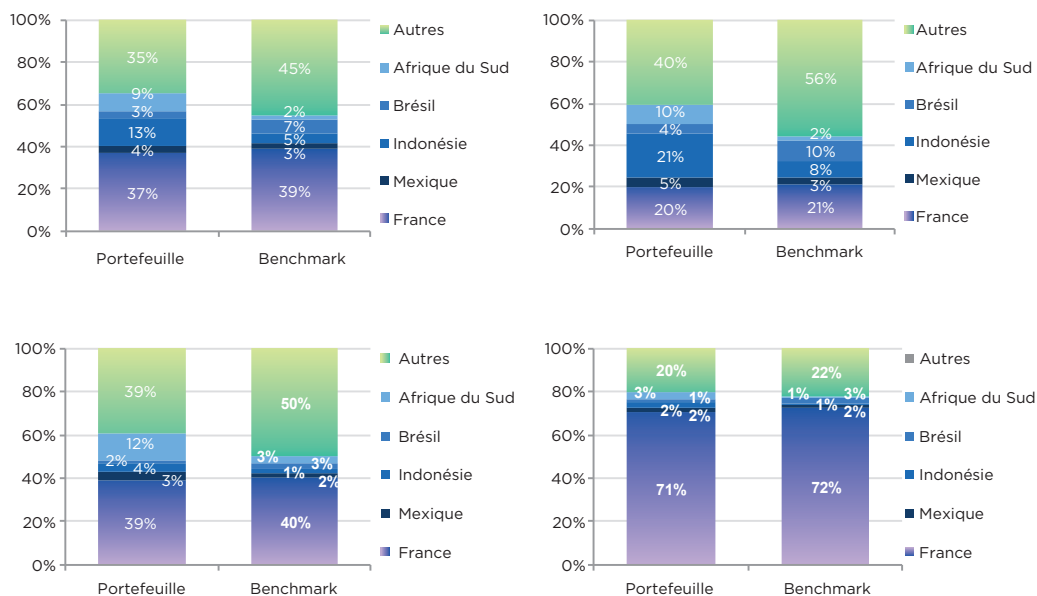
représentés. Le portefeuille se caractérise par le poids très élevé de la France (74,6% du total) et un poids faible pour les autres positions. Le poids du Mexique, situé en deuxième position, n'est ainsi que de 2,5%.

PAYS COMPOSANT LE PORTEFEUILLE ET LE BENCHMARK



Les graphiques suivants présentent la répartition par pays des impacts carbone (portefeuille et indice de référence).

RÉPARTITION DES EMPREINTES GES/PIB SUR LA BASE DES ESTIMATIONS 2016



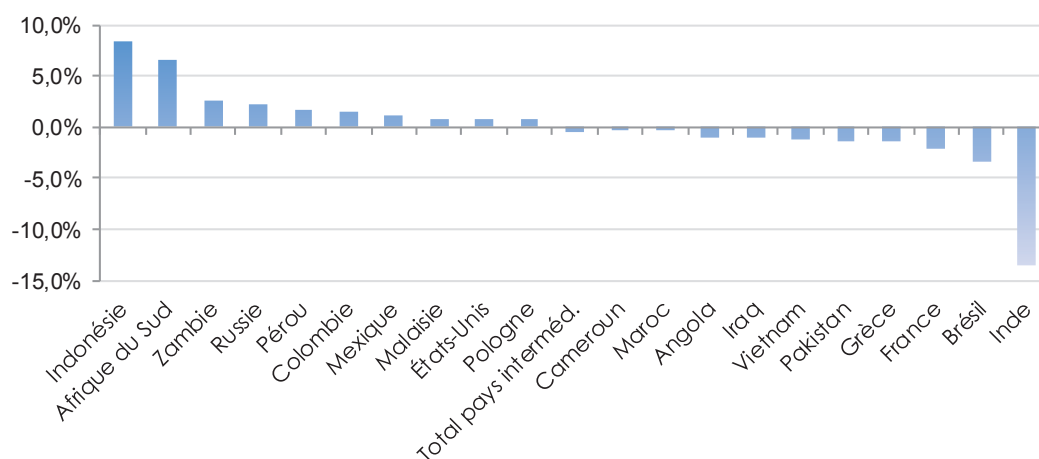
Du fait de son poids, la France représente de loin la part la plus élevée de l'empreinte du portefeuille. Son poids dans l'empreinte carbone est cependant significativement plus faible que son poids en valeur dans le portefeuille. Cela correspond au niveau modéré d'exposition au carbone de la France, sauf en ce qui concerne les GES importés.

À l'inverse, certains pays présentent des contributions à l'empreinte carbone sensiblement supérieures à leur poids dans le portefeuille. C'est en particulier le cas de l'Indonésie, qui représente 13% de l'empreinte du portefeuille contre 2,4% de son poids en valeur, en raison d'une empreinte carbone élevée.

Le poids de 2,4% de l'Indonésie dans le portefeuille contre 0,8% dans le benchmark est ainsi l'un des facteurs notables pesant sur la performance du portefeuille.

Le graphique ci-dessous détaille pour 20 pays du portefeuille la différence entre leur contribution à l'empreinte du portefeuille et leur contribution à l'empreinte du benchmark en termes de GES/PIB (territoriaux + importés). Les pays représentés sont les dix pays pour lesquels la différence est la plus positive ainsi que les dix pays pour lesquels elle est la plus négative, et la moyenne des pays intermédiaires est également indiquée.

ÉCART DES CONTRIBUTIONS PAR PAYS AUX GES/PIB [T+1] DU PORTEFEUILLE ET DU BENCHMARK



COMMENT LIRE CE GRAPHIQUE

Par exemple, la part de l'Indonésie dans l'empreinte totale GES/PIB [T+1] du portefeuille est de 8,4 points de pourcentage supérieure à sa part de l'empreinte au niveau du benchmark (i.e. 13% vs. 4,6%).

Les 74 pays et entités supranationales non inclus représentent 7,7% des poids du portefeuille pour 15,4% de son empreinte. Ils présentent, en outre, des niveaux d'écart (part de l'empreinte totale du portefeuille moins part de l'empreinte du benchmark) très resserrés, situés entre - 0,3% et 0,6%.

Cela s'explique largement par le fait qu'il s'agit de pays ayant dans l'ensemble un poids très faible au sein du portefeuille.

Exposition du portefeuille aux stranded assets

Les stranded assets représentent des actifs qui perdent de leur valeur à cause de l'évolution du marché. Cette dévaluation est principalement liée à des changements importants et soudains en matière de législation, de contraintes environnementales ou d'innovations technologiques, ce qui rend alors les actifs obsolètes avant leur amortissement complet.

La société Trucost Ltd est en charge de cette analyse.

Obligations présentent une exposition aux activités d'extraction d'énergies fossiles inférieure à celle de leur indice composite respectif.

Cette exposition peut se caractériser à travers trois indicateurs :

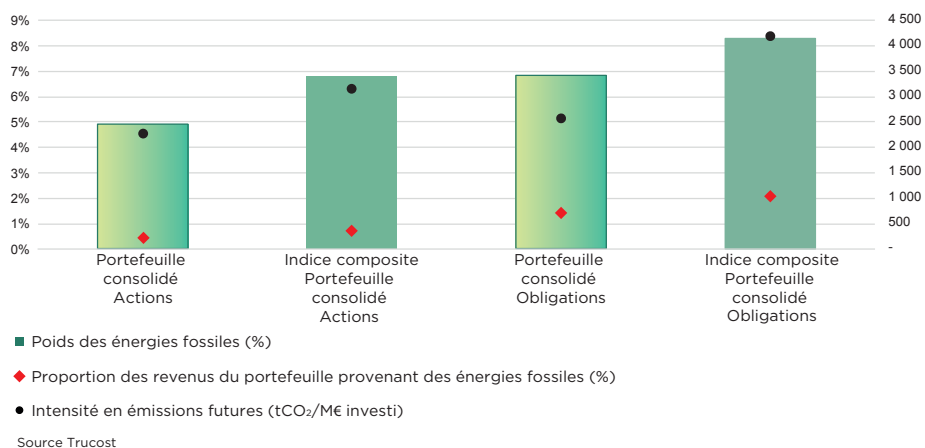
- le poids des entreprises impliquées dans ces secteurs en portefeuille ;
- leur contribution aux revenus du portefeuille ;
- les émissions futures financées par million investi.

PRINCIPAUX RÉSULTATS

Les Portefeuilles consolidés Actions et

Obligations présentent une exposition aux activités d'extraction d'énergies fossiles inférieure à celle de leur indice composite respectif.

EXPOSITION AUX ÉNERGIES FOSSILES DES PORTEFEUILLES CONSOLIDÉS ACTIONS ET OBLIGATIONS



Les Portefeuilles consolidés Actions et Obligations affichent une exposition énergies fossiles inférieure à celle de leur indice composite respectif.

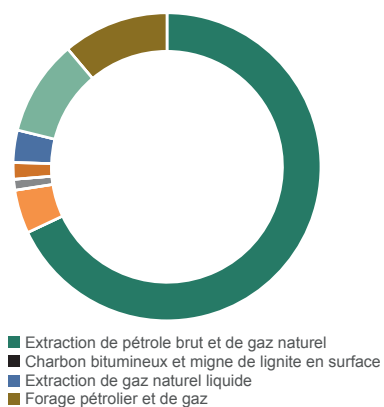
Le poids des entreprises impliquées dans ces secteurs est plus faible dans les Portefeuilles consolidés Actions et Obligations par rapport à leur indice composite respectif.

De même, la proportion des revenus dérivés d'activités d'extraction des énergies fossiles est inférieure dans les portefeuilles du FRR par rapport à leur indice respectif.

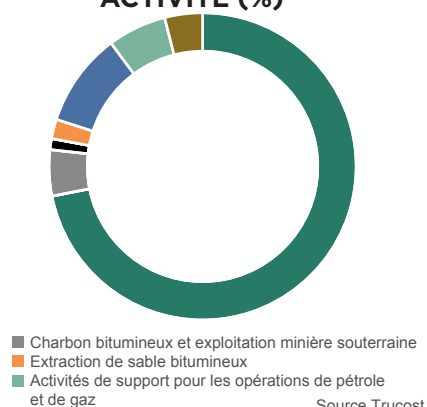
Ces revenus proviennent en majorité des activités d'extraction de pétrole et de gaz naturel (68% pour le Portefeuille consolidé Actions et 72% pour le Portefeuille consolidé Obligations).

Le graphique ci-dessous détaille la distribution des revenus des Portefeuilles consolidés Actions et Obligations par activité.

REVENUS DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS PROVENANT DES ACTIVITÉS EXTRACTIVES FOSSILES, PAR ACTIVITÉ (%)



REVENUS DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS PROVENANT DES ACTIVITÉS EXTRACTIVES FOSSILES, PAR ACTIVITÉ (%)



Source Trucost

Enfin, en collectant les données sur les réserves fossiles publiées par les entreprises et en les convertissant en émissions de CO₂ futures, il apparaît que les Portefeuilles consolidés Actions et Obligations financent en moyenne une quantité d'émissions futures par million d'euros investi inférieure à leur indice de référence respectif.

Le tableau ci-contre liste les dix principales entreprises du Portefeuille consolidé Actions en termes d'émissions futures de CO₂ liées aux réserves fossiles et le type de réserve détenue.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS AUX ÉMISSIONS FUTURES DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS

Entreprise	Émissions futures attribuables au portefeuille ('000 TCO ₂)	Ratio émissions futures par million investi ('000 tonnes/ M€)	Types de réserve	Valeur détenue (M€)
Bukit Asam (Persero) Tbk PT	5 494,24	8 419,89	Charbon	0,65
Lukoil PJSC	3 287,85	240,72	Pétrole, gaz naturel	13,66
Total S.A.	2 757,49	29,82	Pétrole, gaz naturel	92,48
Diamondback Energy Inc	1 951,24	768,71	Pétrole, gaz naturel	2,54
Exxaro Resources	1 338,24	3 259,54	Charbon	0,41
KazMunaiGas EP JSC	1 312,45	643,66	Pétrole	2,04
BP	1 230,14	46,91	Pétrole, gaz naturel	26,22
ConocoPhillips	1 135,84	39,78	Pétrole, gaz naturel	28,55
Gazprom PJSC	1 114,35	544,65	Pétrole, gaz naturel	2,05
Adaro Energy Tbk PT	1 105,27	898,70	Charbon	1,23

Remarque : Les émissions attribuables au portefeuille sont obtenues en appliquant le pourcentage de détention dans l'entreprise aux émissions potentielles de CO₂ détenues dans les réserves d'énergies fossiles. Celles-ci sont ensuite divisées par le montant de la valeur en portefeuille pour estimer la quantité d'émissions financée par million d'euros investi (« ratio émissions futures par million investi »).

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS AUX ÉMISSIONS FUTURES DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS

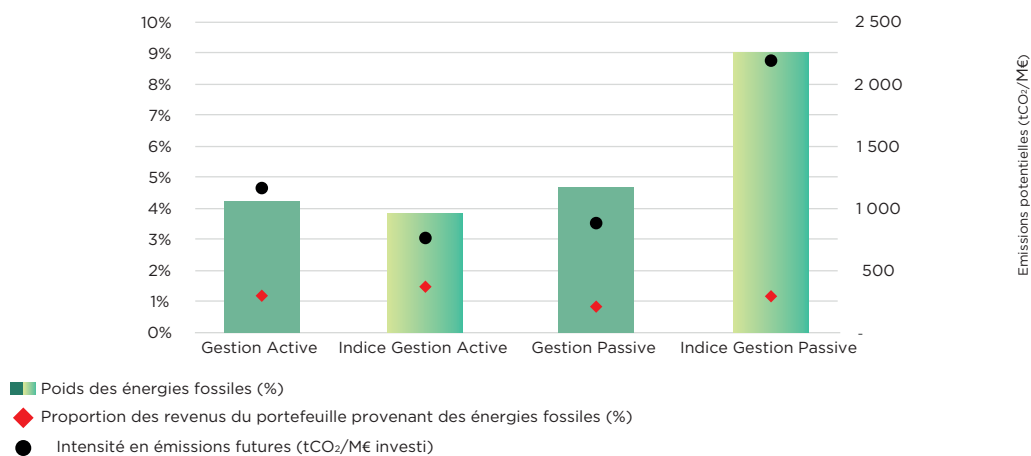
Entreprise	Émissions futures attribuables au portefeuille ('000 tCO ₂)	Ratio émissions futures par million investi ('000 tonnes/M€)	Type de réserve	Valeur détenue (M€)
BP	3 361,95	45,10	Pétrole, gaz naturel	74,54
Glencore Plc	3 116,23	119,33	Charbon, pétrole	26,11
Total S.A.	2 748,39	30,11	Pétrole, gaz naturel	91,29
ENI SpA	1 658,57	38,71	Pétrole, gaz naturel	42,84
Gazprom PJSC	1 627,20	544,65	Pétrole, gaz naturel	2,99
Royal Dutch Shell PLC	893,08	23,62	Pétrole, gaz naturel	37,81
Anglo American Plc	888,48	103,85	Charbon	8,56
Black Hills Corp	645,33	93,45	Charbon; pétrole, gaz naturel	6,91
KazMunaiGas EP JSC	613,59	676,41	Pétrole	0,91
Husky Energy Inc	557,75	91,26	Pétrole, gaz naturel	6,11

Dans une perspective d'engagement, la stratégie des entreprises détentrices de réserves fossiles pour s'assurer de la compatibilité de leurs profits futurs avec les objectifs climatiques internationaux apparaît comme un aspect primordial dans l'analyse de ces entreprises. Leur capacité à se diversifier et à intégrer les futures réglementations dans leurs

perspectives économiques (en utilisant un prix moyen par tonne de carbone émise par exemple) est une bonne indication de la maturité de leur approche.

Le graphique ci-dessous détaille l'exposition aux énergies fossiles du Portefeuille Actions Développées par type de gestion.

EXPOSITION AUX ÉNERGIES FOSSILES DES PORTEFEUILLES ACTIONS DÉVELOPPÉES, PAR TYPE DE GESTION



Analyse de l'exposition du portefeuille au charbon

LES OBJECTIFS DE DÉSENGAGEMENT DU CHARBON

Ces trois 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 de gaz à effet de serre de son portefeuille. Il a également rejoint une coalition d'investisseurs, la Climate Action 100+, 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 standard et en demandant aux gestionnaires 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, de chaleur ou de vapeur à partir du charbon dépasse vingt pour cents (20%) de leur chiffre d'affaires global, sauf celles utilisant un procédé de capture et de stockage du carbone.

PRINCIPAUX RÉSULTATS

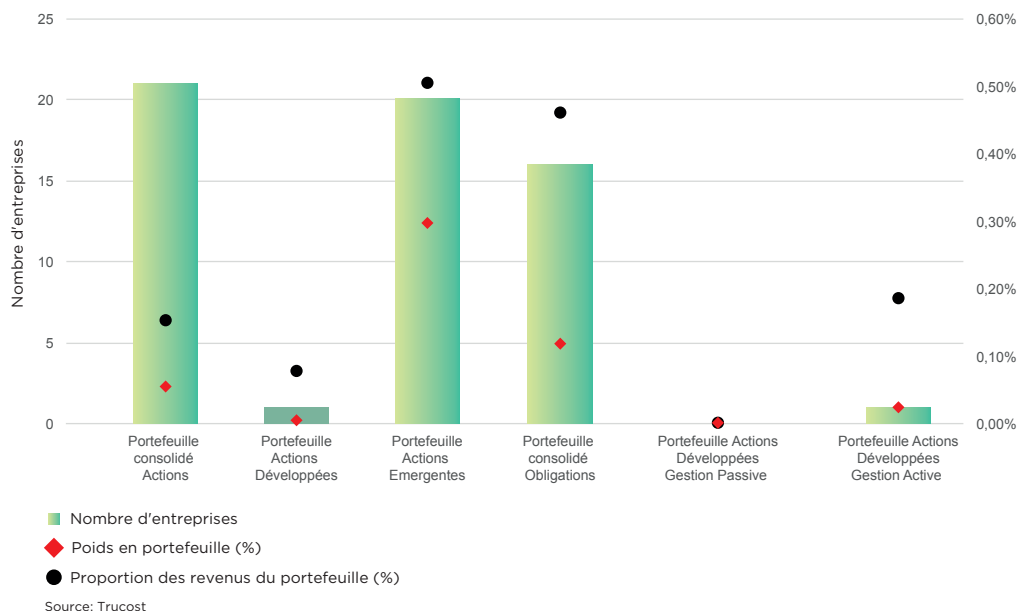
Trucost a identifié les entreprises des Portefeuilles consolidés Actions et Obligations dérivant plus de 20 % de leur chiffre d'affaires des activités d'extraction de charbon et de production d'électricité à partir de charbon.

Cette exposition peut se caractériser à travers trois indicateurs :

- le nombre d'entreprises dérivant plus de 20 % de leur chiffre d'affaires de ces activités ;
- leur poids en portefeuille ;
- la proportion de revenus du portefeuille à risque. Ce dernier indicateur représente la part du chiffre d'affaires de chaque société attribuable au portefeuille réalisée dans des activités associées au charbon.

Les résultats pour chacun des portefeuilles sont détaillés dans le graphique ci-dessous.

EXPOSITION AUX ENTREPRISES DÉRIVANT PLUS DE 20 % DE LEUR CHIFFRE D'AFFAIRES DU CHARBON, PAR PORTEFEUILLE



L'exposition charbon des Portefeuilles du FRR reste relativement limitée en termes de valeur investie (0,15% du Portefeuille consolidé Actions et 0,46% du Portefeuille consolidé Obligations). Le Portefeuille consolidé Actions contient 21 entreprises exposées et le Portefeuille Actions Émergentes est le plus

exposé en valeur investie aux entreprises dérivant plus de 20% de leur chiffre d'affaires du charbon. Ce Portefeuille comporte 20 entreprises impliquées à ce degré, dont huit dérivent plus de 95% de leur chiffre d'affaires du charbon.

Exposition du portefeuille à la transition énergétique

Cette section présente une analyse des trajectoires carbone futures des différents portefeuilles du FRR et leur alignement avec un scénario 2°C.

Pour cette analyse, la société Trucost Ltd est accompagnée par l'agence Grizzly-RI spécialisée dans l'alignement du portefeuille sur le scénario 2°C.

MÉTHODOLOGIE UTILISÉE

Afin de disposer de la meilleure vision de l'alignement de son portefeuille, le FRR a choisi d'analyser l'intégralité de son portefeuille selon la méthodologie développée par Grizzly-RI mais aussi de faire un focus sur le secteur des entreprises productrices d'électricité avec une méthode développée par Trucost Ltd.

L'analyse des entreprises productrices d'électricité du portefeuille permet d'établir la compatibilité de leurs activités avec les objectifs climatiques internationaux. Dans cette perspective, les trajectoires climatiques définies par l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) apparaissent comme un élément de comparaison très pertinent, puisqu'elles détaillent le mix énergétique des principaux pays, régions dans un scénario climatique limitant le réchauffement climatique à 2°C.

En appliquant le principe du proxy de la détention (« equity ownership ») à la production électrique des utilities présentes dans les portefeuilles du FRR, Trucost a ainsi pu reconstituer le mix énergétique des portefeuilles et les mettre en perspective du mix énergétique « 2°C » de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE).

L'analyse de la trajectoire carbone d'un investissement est une nouvelle perspective qui synthétise et prolonge plusieurs techniques ou réflexions déjà existantes :

- l'empreinte carbone actuelle, mais vue de manière dynamique année après année ;
- la question du budget d'émissions encore acceptables d'ici 2050 dans une perspective de hausse maximale de 2°C de la température moyenne du globe, et donc d'un objectif de réduction progressive des émissions ainsi que de l'intensité carbone ;
- la possibilité d'une analyse hors indice, où chaque entreprise, de par son ou ses activités, se compare et se norme par rapport à un référent spécifique qui lui est propre, et où, de ce fait, la trajectoire du portefeuille lui-même est une agrégation pondérée de trajectoires normées d'entreprises.

Dans cette perspective, une trajectoire d'entreprise peut ainsi être calculée de la manière suivante :

- choix d'une année de départ qui servira de référence et qui sera rebasée à 100 : l'année choisie est ici celle qui sert dans les différents travaux du GIEC²¹, de l'AIE²² et du consortium SDA²³, à savoir 2010 ;
- rattachement pour chaque secteur, chaque activité, d'une trajectoire type telle que définie et calculée dans un scénario climat macroéconomique. Les principales trajectoires du consortium SDA ont été retenues ;
- normalisation (division) de l'intensité carbone d'une entreprise par l'intensité carbone de son secteur d'activité : cette opération définit un niveau de départ en 2010 qui est égal à 100 si l'entreprise a le même niveau d'intensité que son secteur de référence, un niveau de départ supérieur à 100 si le niveau de l'entreprise est supérieur (plus émissif) que son secteur,

21 Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat.

22 Energy Technology Perspective (AIE, 2014).

23 Sectoral Decarbonization Approach (SDA): a method for setting corporate emission reduction targets in line with climate science. (Science Based Target Initiative, 2015).

inférieur à 100 si le niveau de l'entreprise est meilleur (moins émissif) ;

- chaque année, l'intensité carbone attendue ou observée est ainsi normée par rapport au niveau de référence du secteur de référence tel que calculé en 2010, ce qui permet d'estimer une performance à la fois pour l'entreprise et pour le secteur ;
- une performance « observée » est calculée à partir des données passées disponibles ainsi qu'une performance « attendue » future pour chacun des secteurs et chacune des entreprises ;
- l'évolution attendue peut être décrite comme un prolongement de la courbe actuelle, c'est-à-dire par la tendance observée dans les années passées et ajustée à partir d'informations telles que l'annonce d'investissements et désinvestissements futurs, la mise en service ou au rebut d'actifs, le déploiement de nouvelles technologies, etc. ;
- si elle est un outil pertinent, la prolongation de tendance est toutefois limitée par le fait qu'elle reflète généralement les efforts récemment entrepris par l'entreprise et ne saurait présager des efforts futurs.

Avantages liés à la méthodologie

La trajectoire présente plusieurs avantages majeurs, en particulier :

- la trajectoire supprime le problème du double et du triple comptage dans la mesure où il est possible de définir un budget carbone pour chaque scope. Pour chaque entreprise, la trajectoire des émissions scope 1 est ainsi définie par le budget carbone propre au secteur d'activité de l'entreprise et celle des émissions scope 2 par le budget carbone spécifique au secteur des producteurs d'électricité. La trajectoire d'une entreprise correspond donc à l'agrégation de ces deux trajectoires, pondérée par le poids de chacun des scopes dans les émissions totales de l'entreprise ;
- l'analyse de la trajectoire peut s'effectuer sans l'étude des effets d'allocation et de sélection, dans la mesure où la performance est normée par le(s) secteur(s) ou l'(les) activité(s) de référence : un secteur sur ou sous pondéré ne peut ainsi plus impacter la performance d'un portefeuille par rapport à son indice de référence ;

- la trajectoire permet de lier la performance d'une entreprise, d'un secteur ou d'un fonds à la transition écologique et aux attentes placées à horizon 2050 compte tenu des travaux scientifiques et économiques ;
- chaque secteur a un objectif différent, éventuellement très contraignant (services aux collectivités contre cimentiers par exemple), et permet donc de prendre en compte les problématiques de bulles carbone liées à l'usage des énergies fossiles : investir dans les énergies fossiles équivaut ainsi à fixer un objectif très contraignant sur ce secteur et induit donc un risque de déviation de la trajectoire.

Enfin, il est important de souligner que la trajectoire d'un portefeuille se calcule par rapport à sa composition instantanée. Un changement d'investissements entraîne un changement de la trajectoire, tant de la trajectoire réelle que de la trajectoire théorique. On peut donc concevoir la trajectoire :

- comme un exercice de rétropolation et d'extrapolation, sur la base d'une composition figée à une date donnée. C'est l'approche adoptée ici ;
- comme un calcul à une date donnée de la trajectoire réelle et d'une trajectoire théorique actualisées à chaque nouvelle composition du portefeuille. Ainsi, si la trajectoire du portefeuille peut présenter une volatilité importante au gré des changements des investissements sectoriels (chaque secteur ayant une trajectoire attendue spécifique), le point déterminant de l'analyse réside dans le décalage entre les trajectoires réelle et théorique du portefeuille.

Limites liées à la méthodologie

Si l'étude de la trajectoire carbone permet une analyse prospective des risques carbone d'un portefeuille, elle comporte néanmoins des limites méthodologiques importantes soulignées ci-dessous :

- l'approche développée dans cette analyse est basée sur la projection de l'intensité carbone du chiffre d'affaires d'une entreprise, à chiffre d'affaires constant. Elle ne prend donc en compte ni l'évolution du chiffre d'affaires, ni celle des produits et services

proposés par l'entreprise. Inclure ces deux variables dans l'analyse permettrait de mesurer plus précisément le positionnement de la société dans la transition énergétique et d'affiner la trajectoire carbone de l'entreprise ;

- la qualité des données estimées et reportées sur l'évolution des produits et services proposés par l'entreprise ainsi que sur la longueur temporelle des séries peut toutefois se révéler insuffisante pour être intégrée dans l'analyse ;
- les données de projection sur les technologies futures, investissements et désinvestissements sont relativement limitées, pour

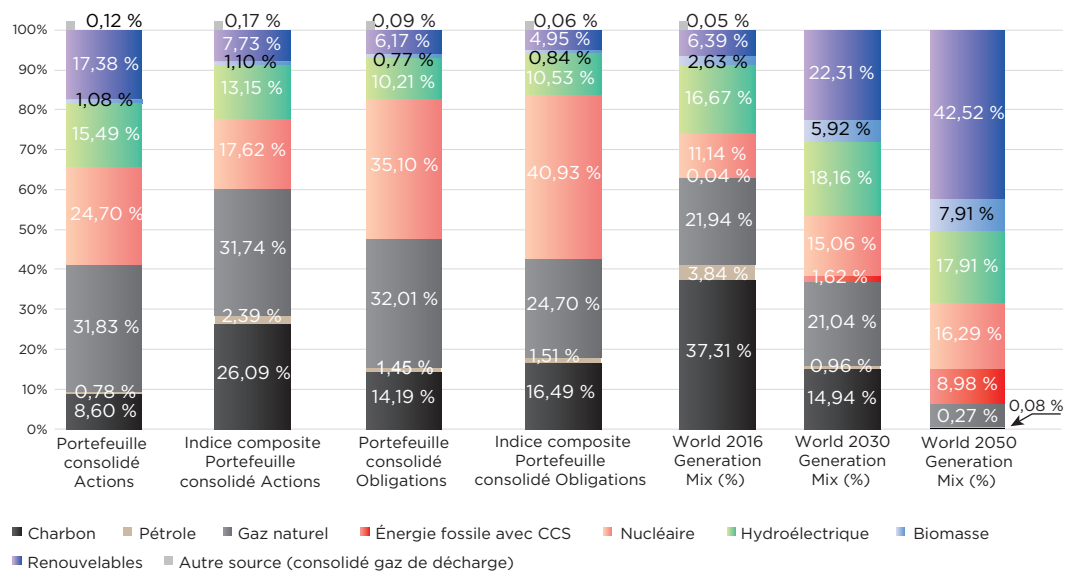
le moment, et restent de ce fait difficiles, à intégrer ;

- les hypothèses de croissance et d'évolution n'ont de sens que si elles sont systématiquement convergentes à long terme, en conformité avec les scénarios développés par l'approche SDA. Sans cette hypothèse, la viabilité à long terme de certains secteurs ou certaines entreprises pourrait être menacée ;
- le système de pondération par le pourcentage de contribution aux émissions totales est réaliste mais a le désavantage de donner plus de poids aux « mauvais élèves ».

PRINCIPAUX RÉSULTATS

Les résultats sont présentés dans le graphique ci-dessous.

MIX ÉNERGÉTIQUE DES PORTEFEUILLES CONSOLIDÉS ACTIONS ET OBLIGATIONS, EN COMPARAISON AVEC LES INDICES COMPOSITES ET L'ALIGNEMENT AVEC UN SCÉNARIO 2°C



Les portefeuilles du FRR sont sous-exposés au charbon par rapport à leur benchmark respectif.

Environ un tiers du mix énergétique dérive de production d'électricité par le gaz naturel dans le Portefeuille consolidé Actions ainsi que dans le Portefeuille consolidé Obligations. On note que dans le Portefeuille Obligations, le nucléaire domine le mix énergétique avec 35% de la production allouée, alors que le Portefeuille consolidé Actions détient 25% de nucléaire et 17%

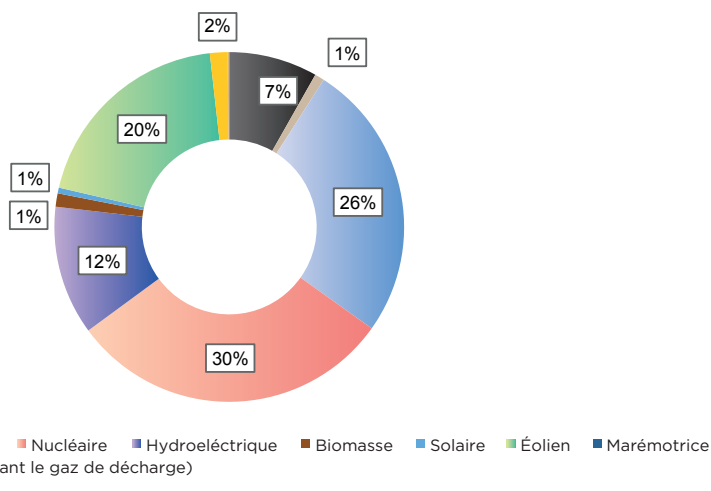
d'énergies renouvelables. Les énergies renouvelables n'apparaissent qu'à hauteur de 6% du mix pour le portefeuille obligataire.

Les deux colonnes de droite du graphique ci-dessus illustrent l'évolution nécessaire du mix énergétique mondial vers une marginalisation des énergies fossiles et un rôle de plus en plus prépondérant des énergies renouvelables. Bien que ces scénarios s'appuient sur une disponibilité des technologies vertes supérieure dans le futur (stockage de CO₂, par exemple), cette comparaison illustre le mix énergétique vers lequel doivent tendre les entreprises du portefeuille consolidé pour être en ligne avec un scénario « 2°C ».

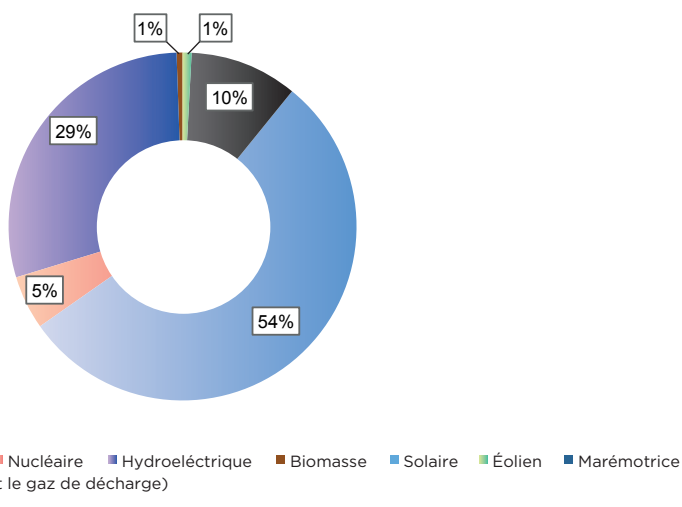
L'exposition au charbon du mix énergétique du Portefeuille consolidé Actions provient principalement du Portefeuille Actions Émergentes dont le mix énergétique est majoritairement constitué de gaz naturel (54%) et d'énergie hydraulique (29%). On note une forte baisse de la contribution du charbon au mix par rapport à la dernière analyse – qui passe de 37% à 10% dans le Portefeuille Émergentes. Le Portefeuille Actions Développées est, lui, constitué majoritairement de nucléaire (30%) et de gaz naturel (26%).

Ces résultats sont visibles dans les graphiques ci-dessous :

MIX ÉNERGÉTIQUE DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES



MIX ÉNERGÉTIQUE DU PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES



L'analyse de la stratégie des entreprises productrices d'électricité dans le portefeuille (évolution du mix énergétique, désactivation des unités fossiles...) apparaît donc comme une priorité pour s'assurer de l'alignement du portefeuille avec les objectifs politiques de limitation du réchauffement climatique.

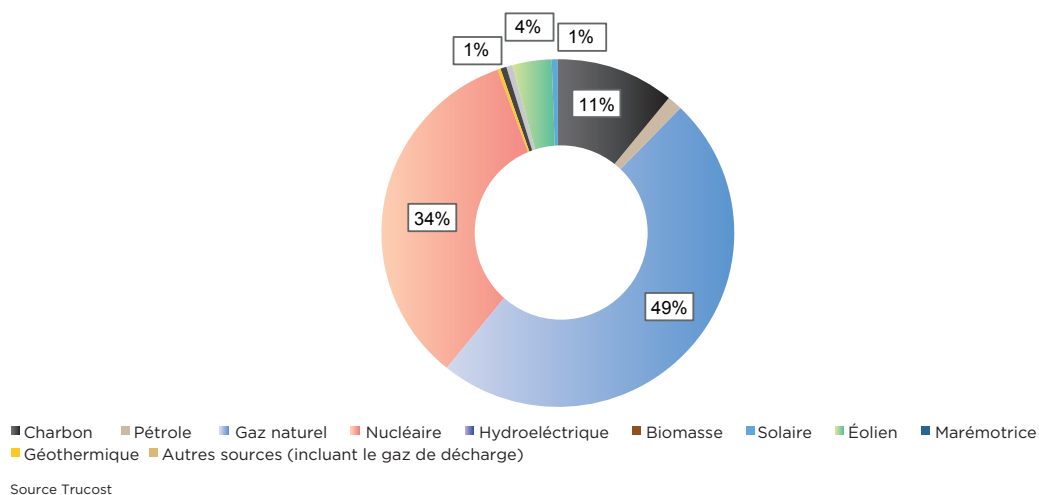
Performance de la gestion active

Le Portefeuille Actions Développées Gestion Active est sous-pondéré dans le secteur des services aux collectivités comparé au Portefeuille Actions Développées Gestion Passive (1% des revenus du portefeuille contre 5%). Le défi posé par la transition énergétique paraît donc plus prégnant pour les entre-

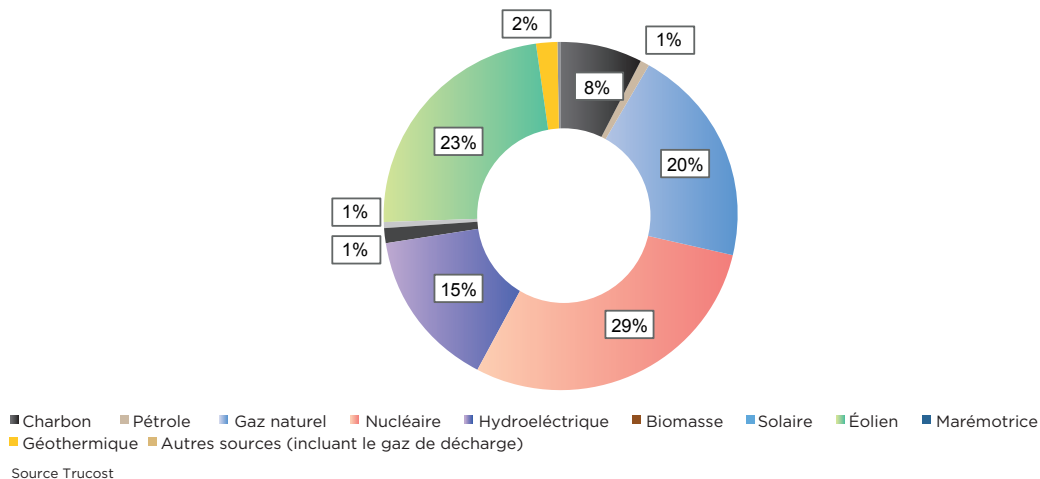
prises sous gestion passive.

Le mix énergétique du Portefeuille Actions Développées Gestion Active présente un mix énergétique moins diversifié que celui du Portefeuille Actions Développées Gestion Passive. Environ 49% du mix énergétique est constitué à partir de gaz naturel principalement du fait d'investissement de près de 18 millions d'euros dans la société Entergy Corp, qui a produit 73,463 GWh d'électricité par le gaz naturel en 2016. L'électricité éolienne domine le mix énergétique du Portefeuille Actions Développées Actions Passive avec 23% de la génération totale, contre 4% pour le Portefeuille Gestion Active.

MIX ÉNERGÉTIQUE DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES, GESTION ACTIVE



MIX ÉNERGÉTIQUE DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE



Contribution à la transition énergétique et aux objectifs climatiques

L'analyse de la contribution à la transition énergétique et aux objectifs climatiques doit servir à évaluer dans quelle mesure les activités financées par le FRR permettent de réaliser cette transition climatique, et ce à travers différents indicateurs :

- la « Part Verte » évalue quelle proportion des activités financées correspond à des technologies identifiées comme vertes.
- l'« intensité de contribution climat » évalue dans quelle mesure la performance carbone de l'émetteur se situe entre la moyenne du secteur et la meilleure performance actuellement disponible.
- les « émissions évitées » quantifient les émissions évitées par ces activités vertes.
- enfin, l'« alignement 2°C », à travers ses deux composantes, statique et dynamique, évalue si les trajectoires des émetteurs sont en ligne avec les trajectoires d'émissions de GES nécessaires pour ne pas dépasser un réchauffement climatique de 2°C.

L'état de l'art des réflexions et méthodes de calcul ne permet pas actuellement de réaliser de manière pertinente cette analyse sur l'ensemble des secteurs économiques. En 2018, cette analyse a été réalisée sur les secteurs suivants : Production d'électricité, Automobile, Transport de passagers, Transport de marchandises, Ciment, Acier.

Qu'il s'agisse d'« intensité de contribution climat », « d'émissions évitées » ou « d'alignement 2°C », ces indicateurs relatifs comparent la performance de l'émetteur à des performances moyennes sectorielles ou à des objectifs de performance sectorielle : ils contiennent donc intrinsèquement un benchmark « physique » et ne nécessitent pas forcément d'être comparés à un benchmark financier.

Il faut, enfin, noter la mise en œuvre en 2018 de quelques évolutions méthodologiques pour mieux rendre compte de la contribution des émetteurs à la transition énergétique et climat :

- production d'électricité : prise en compte de l'activité de T&D ainsi que de l'activité de fournisseur (vente d'électricité), au-delà de la seule activité de production.
- constructeur automobile : comme les autres moyens de transport de passagers, la performance carbone du véhicule léger est désormais comparée à la moyenne du transport de voyageurs, tous modes confondus.
- Indicateur d'alignement 2°C : en ligne avec les analyses d'alignement 2°C du projet ACT, une double analyse d'alignement est réalisée : une mesure d'alignement statique (écart de performance en 2016), et une mesure d'alignement dynamique (écart entre la tendance annuelle théorique de l'émetteur et sa tendance annuelle passée).

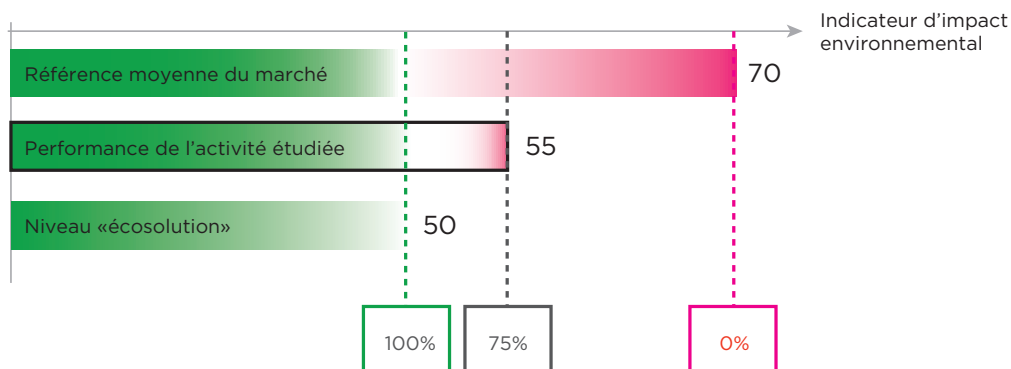
ANALYSE DE LA PART VERTE ET DES ÉMISSIONS ÉVITÉES

L'analyse de la contribution à la transition énergétique et aux objectifs climatiques doit servir à évaluer dans quelle mesure les activités financées par le FRR permettent de réaliser cette transition (Part Verte des activités) et la quantité d'émissions de GES que cette contribution à la transition climat évite (émissions évitées).

La société Trucost Ltd est accompagnée par l'agence Icare & Consult spécialisée dans l'analyse de la Part Verte du portefeuille.

Part Verte

La « **Part Verte** » a été déterminée comme étant la part du chiffre d'affaires des émetteurs qui correspond à une activité verte au sens de la transition énergétique et écologique. Elle a été déterminée avec une méthodologie propre à chaque secteur étudié. Pour illustration, la Part Verte pour le secteur Automobile est définie comme étant la part du chiffre d'affaire réalisée par la vente de véhicules électriques et hybrides. Pour la plupart des constructeurs automobiles, cet indicateur est en 2016 compris entre 0% et 2%. Cet indicateur « Part Verte » est intéressant car il permet d'identifier un certain nombre de technologies clés pour la transition écologique et énergétique mais a l'inconvénient de porter des « biais technologiques » et de ne pas évaluer l'ensemble de la performance climat de l'émetteur.



Nous proposons, en conséquence, un deuxième indicateur plus transverse qui est l'« intensité de contribution à la transition climat ».

Cet indicateur a vocation à évaluer où se situe la performance de l'entreprise sur une échelle de 0% à 100% :

- 100% si l'activité a une performance climat égale à celle des activités vertes telles que définies par le label TEEC (énergies renouvelables, véhicules électriques,...) ;
- 0% si l'activité a une performance environnementale correspondant à la moyenne de son secteur ;
- entre 0 et 100% si la performance est située entre ces deux points du référentiel.

Les points de force de cette méthode sont les suivants :

- Elle est basée sur l'utilisation d'indicateurs physiques qui renseignent réellement sur la performance climat de l'entreprise sans biais financiers.
- Grâce à un indicateur de performance climat gradé entre 0 et 100%, elle permet d'évaluer de manière globale la performance climat d'une activité et de dépasser le caractère binaire (0% ou 100%) de définition d'une activité verte tout en restant fidèle au cadre du label TEEC.

Émissions évitées

Les émissions évitées sont définies comme étant les émissions évitées par une performance carbone supérieure à la performance moyenne de chaque secteur. On retiendra ici de manière préférentielle une définition de performance carbone qui est basée sur des

indicateurs physiques (ex : gCO_2/kWh), tant pour l'émetteur que pour le scénario de référence, pour éviter des biais économiques.

On ne retiendra comme émissions évitées que les émissions évitées des émetteurs qui ont une intensité de contribution à la transition climat supérieure à zéro. On ne comptabilise donc pas ici les « surémissions » liées aux émetteurs qui ont une performance carbone moins bonne que la moyenne sectorielle.

Enfin, les émissions évitées de chaque émetteur sont comptabilisées à hauteur du pourcentage de détention par l'investisseur.

ALIGNEMENT 2°C

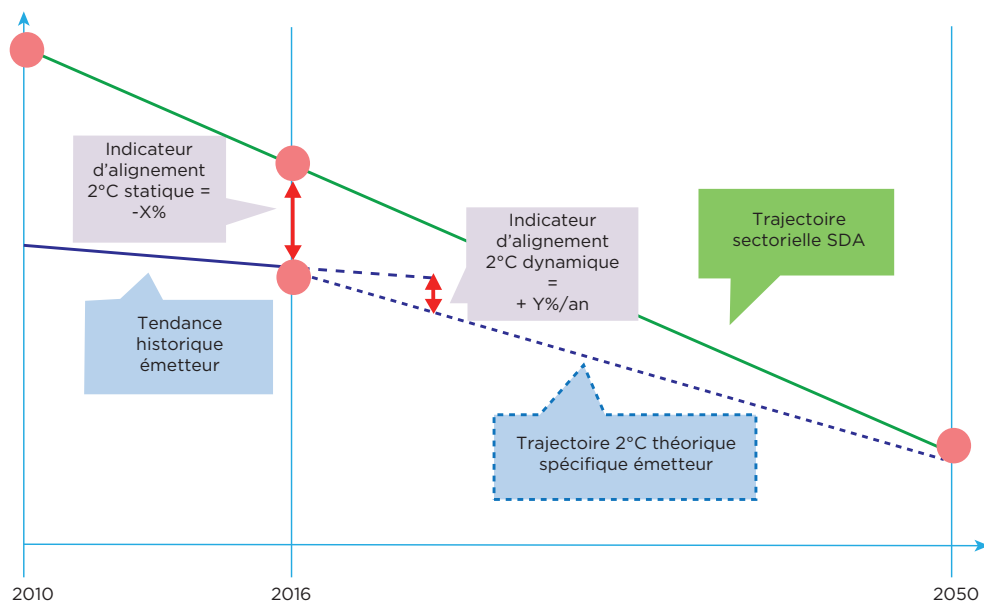
Les indicateurs d'alignement 2°C sont, encore plus que les autres indicateurs, un axe de développement important pour les années à venir. La méthode développée par I Care & Consult et Grizzly-RI pour cette analyse 2018 tient compte à la fois du retour d'expérience des différentes initiatives internationales (notamment SDA et ACT) ainsi que des données disponibles. À noter que cette méthode se doit d'évoluer dans les années à venir pour augmenter encore sa pertinence et sa robustesse.

Le principal référentiel de comparaison utilisé est le référentiel SDA (Sector Decarbonation Approach), qui propose des trajectoires 2°C entre 2010 et 2050, comprenant des niveaux absolus d'intensité carbone cibles en 2050 ($\text{tCO}_2/\text{unité d'activité}$) ainsi que des rythmes

activity metric

annuels de réduction de cette intensité carbone (% annuel). À partir de ce référentiel, nous proposons deux indicateurs d'alignement 2°C :

- un indicateur d'alignement 2°C statique, qui compare l'intensité carbone de l'émetteur en 2016 à ce que devrait être l'intensité de l'émetteur en 2016 s'il était situé sur la trajectoire 2°C. Ce premier indicateur renseigne ainsi sur le niveau de départ en 2016, c'est une photo « statique » ;
- un indicateur d'alignement 2°C dynamique, qui compare la tendance annuelle d'évolution de l'intensité carbone de l'émetteur sur la période 2010-2016 avec la pente de réduction qu'il devrait adopter pour converger en 2050 avec la cible d'intensité carbone. Ce deuxième indicateur est une analyse de tendance forward looking, c'est un indicateur de la « dynamique » de l'émetteur à se mettre dans un scénario 2°C.



RÉSULTATS SUR LES DIFFÉRENTS PORTEFEUILLES

Portefeuille consolidé Actions

Le Portefeuille consolidé Actions se compose d'actions à l'échelle mondiale ; il est constitué

du Portefeuille Actions Développées et du Portefeuille Actions Émergentes.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ /an / million d'euros investi	Statique %	Dynamique %
Production électrique	3,6 %	25 %	28 %	344,108	748	-14 %	7 %
Construction automobile	2,1 %	3 %	7 %	2,871	11	21 %	3 %
Transport de voyageurs	1,8 %	11 %	11 %	2,302	10	-10 %	-2 %
Transport de marchandises	1,0 %	54 %	27 %	41,452	322	NA	3 %
Production de ciment	0,4 %	9 %	8 %	10,065	220	22 %	1 %
Production d'acier	0,5 %	16 %	16 %	45,121	737	-5 %	5 %
TOTAL	9,3 %	19 %	18 %	445,919	373	1 %	4 %

Les secteurs analysés représentent 9,3% du portefeuille. La part verte globale s'élève à 19% et l'intensité de contribution à la transition climat à 18%. Les émissions évitées par montant investi sont significatives et s'élèvent à 373 tCO₂e/an par million d'euros investi. Au global, le portefeuille est quasi aligné avec une trajectoire 2°C d'un point de vue statique, même si la tendance à la baisse n'est pas suffisamment prononcée pour être en ligne avec les objectifs 2050.

Au global, on peut constater une bonne performance climat de ce portefeuille agrégé, tirée principalement par les secteurs électricité, transport de marchandises et acier, les secteurs automobile, transport de passagers et ciment étant globalement moins performants.

Les montants investis dans les producteurs électriques sélectionnés favorisent de manière globale ceux ayant une part de production renouvelable et une intensité de contribution à la transition climat performante. Leur intensité carbone globalement performante se retrouve dans les émissions évitées par montant investi ainsi que l'alignement 2°C statiques qui est plus performant que la trajectoire sectorielle.

Comme on le retrouvera dans le Portefeuille Actions Développées et le Portefeuille Actions Développées Gestion Active, la très bonne performance de quelques acteurs sur la Part Verte et sur l'intensité de contribution à la transition climat est diluée parmi les autres constructeurs. Certains émetteurs à forte intensité carbone des véhicules commercialisés grèvent l'alignement 2°C statique du portefeuille.

Le transport de voyageurs recouvre plusieurs facettes : les compagnies aériennes sélectionnées sont bien positionnées pour l'alignement 2°C par rapport à leur secteur mais leur contribution est nulle sur les autres indicateurs. La performance provient des acteurs du rail.

Pour le transport de marchandises, comme on le retrouvera dans les portefeuille Actions Développées et Portefeuille Actions Émergent, la performance sur la Part Verte provient du fret maritime effectué par les pure players et les logisticiens y recourant, ainsi qu'au fret ferroviaire dans une moindre mesure. Les logisticiens recourant également au fret aérien, cela grève la performance sur l'intensité de contribution à la transition climat.

La production de ciment retient des acteurs ayant légèrement recours aux matériaux et combustibles alternatifs, ce qui induit une performance limitée sur les différents indicateurs.

Enfin, la performance de l'acier, en particulier les fortes émissions évitées par montant investi, est attribuable en grande partie à des acteurs spécialisés dans le recyclage.

Portefeuille Actions Développées

Le Portefeuille Actions Développées se compose d'actions en zone pays développés, sous Gestion Active et Passive.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ /an / million d'euros investi	Statique %	Dynamique %
Production électrique	4,0 %	25 %	29 %	324,991	761	-19 %	6 %
Construction automobile	2,3 %	3 %	7 %	2,833	12	20 %	2 %
Transport de voyageurs	1,8 %	13 %	13 %	2,238	12	-5 %	-3 %
Transport de marchandises	0,9 %	48 %	11 %	32,301	331	na	3 %
Production de ciment	0,1 %	15 %	8 %	3,455	236	20 %	1 %
Production d'acier	0,4 %	21 %	21 %	41,828	1,089	-18 %	5 %
TOTAL	9,5 %	20 %	18 %	407,645	404	-2 %	3 %

Les secteurs analysés représentent 9,5% du portefeuille. On retrouve les profils du Portefeuille Actions Développées Gestion Active et du Portefeuille Actions Développé Gestion Passive tous deux fortement investis dans la production électrique, ainsi que dans le transport de voyageurs et dans la construction automobile principalement pour le Portefeuille Gestion Passive. Le Portefeuille Actions Développées dispose d'une bonne performance globale avec un score de 20% pour

l'indicateur de Part Verte et de 18% pour l'intensité de la contribution à la transition climat. La bonne performance globale de ce portefeuille provient en grande partie de la performance du secteur de la production d'électricité qui a un poids significatif au sein de ce portefeuille ; le transport de passagers contribue également à l'alignement 2°C global du portefeuille.

Le secteur de la production d'électricité se comporte, sans surprise, de la même manière que celui retenu dans le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive avec une performance globale légèrement atténuée par les émetteurs du Portefeuille Actions Développées Gestion Active sur les indicateurs de Part Verte, d'intensité de contribution à la transition climat et d'émissions évitées par montant investi. Les entreprises sélectionnées sont plus performantes que leur secteur quant à l'alignement 2°C. Aujourd'hui, cependant, les réductions d'intensité carbone ne correspondent pas encore à la tendance attendue pour que ces émetteurs répondent à l'objectif 2°C à horizon 2050.

Pour les constructeurs automobiles, le schéma s'inverse : la bonne performance du Portefeuille Actions Développées Gestion Active, notamment due à la présence de Tesla, est encore davantage diluée par les positions prises dans le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive. L'alignement 2°C, qu'il soit statique ou dynamique, est lui aussi dicté par les positions prises en Portefeuille Actions Développées Gestion Passive, les émetteurs sélectionnés ne sont aujourd'hui pas en ligne avec leur référence 2°C sectorielle.

Concernant le transport de passagers, les acteurs du rail japonais du Portefeuille Actions Développées Gestion Active ainsi que l'importante participation dans Eurotunnel du Portefeuille Actions Développées Gestion Passive tirent la Part Verte, l'intensité de contribution climat et les émissions évitées vers le haut, l'importante présence de compagnies aériennes et d'exploitants d'aéroports ou fournisseurs de services aéroportuaires vient réduire cette performance. Sur les deux composantes de l'alignement 2°C, le portefeuille est légèrement plus performant que ce que l'on attend du secteur et

des émetteurs, grâce à la faible intensité carbone des compagnies aériennes sélectionnées et aux réductions d'intensité des acteurs du rail conformes à la tendance nécessaire pour atteindre un alignement 2°C à horizon 2050.

Chez les acteurs du transport de marchandises, l'importante Part Verte est due au recours significatif au fret maritime par les logisticiens et les acteurs spécialisés, cette performance se réduit pour l'intensité de contribution à la transition climat via le recours au fret aérien de la part des logisticiens qui grève leur intensité carbone. Les émetteurs sont également légèrement au-dessus de la réduction d'intensité carbone qu'ils doivent atteindre à horizon long terme.

Le secteur du ciment doit sa performance sur la Part Verte aux émetteurs du Portefeuille Actions Développées Gestion Active recourant de manière significative aux matériaux et combustibles alternatifs. En revanche, leur forte intensité carbone pénalise l'intensité de contribution à la transition climat et ils se positionnent également avec un fort écart au-dessus de ce que la trajectoire 2°C sectorielle impose aujourd'hui. La tendance de réduction de l'intensité carbone est globalement conforme à un alignement 2°C à horizon 2050.

La performance des producteurs d'acier est, comme pour le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive, tirée par les acteurs ayant un important recours aux coproduits et matériaux recyclés comme intrants de production. La bonne performance de ces acteurs se répercute en termes d'intensité carbone et leur position vis-à-vis de leur secteur d'activité engendre une surperformance concernant l'alignement 2°C statique. L'alignement 2°C dynamique n'est pas atteint.

Portefeuille Actions Développées Gestion Active

Le Portefeuille Actions Développées Gestion Active se compose d'actions en zone pays développés, sous gestion active.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ /an / million d'euros investi	Statique %	Dynamique %
Production électrique	1,4 %	5 %	20 %	39,651	629	-2 %	5 %
Construction automobile	0,4 %	28 %	14 %	91	5	12 %	4 %
Transport de voyageurs	1,3 %	18 %	17 %	1,698	28	0 %	-3 %
Transport de marchandises	0,9 %	36 %	14 %	31,329	745	NA	1 %
Production de ciment	0,2 %	20 %	9 %	3,182	313	22 %	1 %
Production d'acier	0,5 %	7 %	4 %	1,766	83	4 %	7 %
TOTAL	4,7 %	17 %	15 %	77,717	360	3 %	1 %

Les secteurs analysés représentent 4,7% du portefeuille, ce qui est peu comparé aux autres portefeuilles : cela s'explique notamment par le faible poids des secteurs production électrique et construction automobile. La Part Verte et l'intensité de la contribution à la transition climat s'élèvent respectivement à 17% et 15%. Les émissions évitées par montant investi sont tirées par les secteurs de la production d'électricité et du transport de marchandises. Le portefeuille n'est pas aligné 2°C, ceci s'expliquant notamment par la moins bonne performance du secteur électrique par rapport aux autres portefeuilles.

Les acteurs de la production électrique sélectionnés sont peu orientés vers les énergies renouvelables, ce qui induit, une Part Verte réduite, cependant certains émetteurs de poids important au sein de ce portefeuille ont une relativement faible intensité carbone par kilowatt/heure ce qui conduit à une bonne intensité de contribution à la transition climat (c'est le cas pour Entergy ou bien Nextera

Energy par exemple) ainsi qu'à un alignement 2°C limité.

L'importante Part Verte du segment construction automobile et la relativement bonne performance d'intensité de contribution à la transition climat sont principalement tirées par Tesla et dans une moindre mesure par Toyota. Le faible nombre de véhicules vendus par Tesla est dilué parmi les autres constructeurs et les émissions évitées ne sont donc que maigres et portées pour une moitié par la large diffusion de véhicules légèrement moins émetteurs que la moyenne chez Toyota. Bien que Tesla contribue positivement à l'alignement 2°C statique, son poids dans le portefeuille ne contrebalance pas les autres émetteurs ayant une intensité carbone supérieure à la moyenne du secteur.

Le transport de passagers est principalement constitué, au sein de ce portefeuille, de compagnies aériennes ayant une contribution nulle sur les indicateurs Part Verte et intensité de contribution à la transition climat ainsi

que d'opérateurs ferroviaires japonais contribuant de manière très significative à la performance de ces deux derniers indicateurs. Néanmoins, la faible exposition à ces opérateurs vient diluer cette contribution positive, en découlent également de faibles émissions évitées par montant investi. En revanche, les compagnies aériennes sont bien positionnées par rapport à leur secteur en termes d'intensité carbone (à l'exception des compagnies aériennes américaines) ainsi qu'en termes de trajectoire de réduction de cette intensité.

Concernant le transport de marchandises, le portefeuille comporte principalement des logisticiens recourant de manière importante au fret maritime et ferroviaire ainsi que des pure players du fret maritime et ferroviaire ; pour plus de la moitié de l'exposition au secteur du transport de marchandises ; ceci explique donc l'importante part verte. A contrario, la présence d'une légère part de fret aérien chez les logisticiens induit une intensité carbone ne permettant pas de dégager une intensité de contribution à la transition climat positive, tout comme pour les opérateurs de transport routier. L'intensité positive de contribution à la transition climat est due aux pure players du fret maritime et ferroviaire, les émissions évitées par montant investi en découlant sont très importantes car portées principalement par Clarkson, un opérateur de fret maritime. Ce mode de transport génère beaucoup d'émissions évitées et la

part de détention du FRR dans cet acteur étant relativement importante, cela induit de fortes émissions évitées par montant investi sur ce secteur du portefeuille.

Les acteurs de la production de ciment de ce portefeuille ont recours de manière non négligeable aux matériaux et combustibles alternatifs, ce qui induit une part verte significative. L'intensité de contribution à la transition climat est légèrement positive. L'intensité carbone de ces émetteurs est en revanche bien en-deçà de ce que l'on attend de ce secteur aujourd'hui en termes d'alignement 2°C, ce qui explique le +22% sur l'alignement statique.

Quant aux émetteurs intervenant dans la production d'acier, deux acteurs ont significativement recours aux matériaux recyclés comme intrants de production mais leur poids en portefeuille est limité, ceci se ressent sur la performance des indicateurs part verte, de l'intensité de contribution à la transition climat ainsi que les émissions évitées qui en découlent.

Portefeuille Actions Développées Gestion Passive

Le portefeuille Actions Développé Gestion Passive se compose d'actions en zone pays développés, sous gestion passive.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ /an / million d'euros investi	Statique %	Dynamique %
Production électrique	6,1 %	29 %	30 %	285,340	785	-22 %	7 %
Construction automobile	3,4 %	1 %	7 %	2,741	12	21 %	1 %
Transport de voyageurs	2,2 %	11 %	11 %	540	4	-11 %	2 %
Transport de marchandises	0,9 %	57 %	9 %	972	17	NA	5 %
Production de ciment	0,1 %	1 %	6 %	273	61	3 %	4 %
Production d'acier	0,3 %	39 %	42 %	40,063	2,334	-30 %	4 %
TOTAL	12,9 %	20 %	19 %	329,928	417	-3 %	4 %

Les secteurs analysés représentent 12,9% du portefeuille. La Part Verte et l'intensité de la contribution à la transition climat s'élèvent respectivement à 20% et 19%. La performance globale du portefeuille est tirée par la bonne performance du secteur de la production d'électricité cette forte exposition (près de la moitié du portefeuille analysé), permet d'atteindre un ratio d'émissions évitées par montant investi significatif, à hauteur de 417 tCO₂e/an par million d'euros sur l'ensemble du portefeuille. Le portefeuille est aujourd'hui aligné 2°C de manière globale mais la tendance de réduction des émissions est légèrement inférieure à ce qui est requis pour atteindre la perspective 2°C à un horizon 2050 pour ces émetteurs.

En ce qui concerne l'électricité, les dix émetteurs les plus importants en termes de poids détenu au sein de ce secteur présentent presque tous une forte performance sur la Part Verte et l'intensité de contribution à la transition climat (comme energias de portugal, acciona, iberdola, par exemple) ainsi qu'en termes de positionnement de leur intensité carbone actuelle par rapport à la trajectoire 2°C.

Les émetteurs détenus du secteur de la construction automobile contribuent peu à la performance globale du portefeuille malgré un poids non négligeable. Les acteurs français que sont Renault et Peugeot contribuent positivement à la performance de l'indicateur de contribution à la transition climat, cela grâce aux émissions moyennes des véhicules vendus plus faibles que la moyenne. La forte exposition du portefeuille des constructeurs aux véhicules commercialisés en moyenne fortement émetteurs comme BMW, Daimler, Porsche et Ferrari entraîne aujourd'hui un non-alignement 2°C significatif du portefeuille sur ce secteur.

Concernant le transport de passagers, les faibles émissions évitées par million d'euros

investi sont liées à la nature des émetteurs détenus dans ce secteur : près des trois-quarts du poids de ce secteur sont portés par des compagnies aériennes et des entreprises exploitant ou fournissant des services aux infrastructures aéroportuaires. Cependant, les compagnies aériennes sélectionnées se positionnent de manière positive par rapport à ce que l'on attend du transport aérien de passagers, aujourd'hui, par rapport à la trajectoire 2°C.

La performance du transport de marchandises est portée par un émetteur représentant la moitié du poids du portefeuille dans ce secteur, Deutsche Post (DHL). DHL recourt de manière significative au fret maritime, ce qui explique une importante Part Verte, la moindre performance de cet acteur sur les autres indicateurs est due au transport aérien et dans une moindre mesure au transport routier. L'intensité de contribution à la transition climat et les émissions évitées qui en découlent au sein de ce secteur sont dûes aux acteurs du fret ferroviaire détenus.

Les acteurs de la production de ciment de ce portefeuille ne communiquent que très peu sur leurs données d'activités, une hypothèse conservatrice nous conduisant dans le cas d'absence d'informations à leur attribuer une Part Verte et une intensité de contribution à la transition climat nulle. Seul un émetteur de poids réduit au sein du portefeuille, CRH, contribue de manière marginale à la performance globale du portefeuille.

La performance du secteur de la production d'acier sur l'ensemble des indicateurs est remarquable et principalement due à la sélection d'acteurs ayant un important recours aux coproduits et aux matériaux recyclés comme intrants de production (comme Sims Metal Management Ltd, un pur acteur du recyclage de l'acier), ce qui entraîne des émissions évitées particulièrement importantes sur ce secteur.

Portefeuille Actions Émergentes

Le Portefeuille Actions Émergentes se compose d'actions en zone pays émergents, sous Gestion Active et Passive.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ /an / million d'euros investi	Sta- tique %	Dyna- mique %
Production électrique	1,5 %	24 %	20 %	19,118	577	34 %	12 %
Construction automobile	1,2 %	0 %	1 %	38	1	27 %	10 %
Transport de voyageurs	1,9 %	3 %	3 %	64	1	-62 %	3 %
Transport de marchandises	1,4 %	75 %	77 %	9,151	295	NA	0 %
Production de ciment	1,4 %	8 %	6 %	6,610	213	22 %	1 %
Production d'acier	1,0 %	8 %	8 %	3,293	145	14 %	5 %
TOTAL	8,3 %	19 %	19 %	38,274	204	18 %	7 %

Les secteurs analysés représentent 8,3% du portefeuille. La ventilation des émetteurs de ce portefeuille au sein des secteurs analysés est relativement homogène. La Part Verte moyenne de ce portefeuille s'élève à 19% tout comme l'intensité de la contribution à la transition climat, mais l'alignement 2°C est significativement moins bon que pour les autres portefeuilles, en raison du mauvais alignement 2°C des électriciens.

Les acteurs de la production électrique présentent deux catégories d'émetteurs, les premiers avec d'importantes Parts Vertes et un mix engendrant une intensité carbone modérée, ce qui confère une intensité de contribution à la transition climat positive et un alignement 2°C statique plus performant que le secteur ; l'autre groupe d'acteurs présente une très faible ou inexistante Part Verte accompagnée d'une part significative de charbon ou de fuel dans leur mix, ce qui engendre une forte intensité carbone avec une intensité de contribution à la transition climat nulle et un non-alignement significatif par rapport à l'objectif sectoriel aujourd'hui. La seconde

catégorie d'acteurs dispose d'un poids légèrement moindre, d'où une performance globale positive, cependant, la plus forte exposition se fait sur Power Grid Corp. Of India qui pèse seul près du quart des expositions à ce secteur. Ces acteurs sont responsables du mauvais alignement 2°C du portefeuille.

Pour les quelques émetteurs de ce portefeuille proposant des véhicules électriques ou hybrides rechargeables, ces derniers ne représentent qu'une part infime de leurs ventes et cela est réduit à la portion congrue à l'échelle du portefeuille. L'intensité carbone des véhicules mis sur le marché ne contribue qu'ultra minoritairement à la performance de l'indicateur de contribution à la transition climat, en découlent des émissions évitées par montant investi quasi inexistantes.

Le transport de voyageurs recouvre pour près des trois quarts des compagnies aériennes, des gestionnaires d'aéroports et des fournisseurs de services aéroportuaires ainsi que des exploitants d'autoroutes.

Les Parts Vertes, intensité de contribution climat et émissions évitées sont nulles. La légère performance du secteur vient d'un opérateur de transport de voyageurs par rail ainsi que de constructeurs d'infrastructures ferroviaires. Les compagnies aériennes sélectionnées sont en revanche plus performantes que leur secteur en matière d'intensité carbone et ont donc une bonne performance sur l'alignement 2°C statique.

Concernant le transport de marchandises, quatre émetteurs pèsent pour 80% du secteur au sein du portefeuille. Il s'agit de transporteurs maritimes et de gestionnaires d'infrastructures portuaires (Pacific Basin Shipping, DP World et Wilson), ainsi que d'un acteur intervenant dans le fret ferroviaire (Container Corp. Of India). Ceci explique donc la très bonne performance du secteur sur les indicateurs.

Au sein de la production de ciment, quelques acteurs avec un poids significatif dans le portefeuille ont recours aux matériaux et combustibles alternatifs, ce qui induit une Part

Verte non négligeable, il en est de même pour l'intensité de contribution à la transition climat, ce qui entraîne des émissions évitées par montant investi significatives. En revanche, ces acteurs sont globalement assez éloignés aujourd'hui de la trajectoire 2°C sectorielle.

Enfin, les producteurs d'acier suivent un schéma similaire à celui des producteurs de ciment sur l'ensemble des indicateurs, la Part Verte étant portée par quelques acteurs utilisant des coproduits ou des matériaux recyclés en intrants de production, l'intensité de contribution climat et les émissions évitées sont quant à elles portées par quelques opérateurs faisant preuve d'une faible intensité carbone comme Hyundai Steel, Posco ou Ternium. Le secteur n'est aujourd'hui pas proche de la trajectoire 2°C sectorielle.

Portefeuille consolidé Obligations, ex. souveraines

Ce portefeuille est constitué d'obligations d'entreprises sur un périmètre monde.

	Titres couverts par les secteurs analysés	Part Verte	Intensité de la contribution à la transition climat	Émissions évitées		Alignement 2°C	
	%	%	%	tCO ₂ /an	tCO ₂ / an / million d'euros investi	Sta- tique %	Dynamique %
Production électrique	5,9 %	18 %	25 %	462,518	904	-11 %	5 %
Construction automobile	4,3 %	1 %	6 %	1,977	5	17 %	1 %
Transport de voyageurs	1,0 %	0 %	0 %	0	0	2 %	-3 %
Transport de marchandises	0,5 %	20 %	3 %	486	11	na	0 %
Production de ciment	0,6 %	13 %	20 %	30,301	624	5 %	2 %
Production d'acier	0,1 %	14 %	3 %	1,628	172	18 %	8 %
TOTAL	12,3 %	11 %	15 %	496,908	462	3 %	3 %

Les secteurs analysés représentent 12,3% du portefeuille, avec un poids particulièrement important pour les secteurs électricité et automobile, malgré la performance globale limitée en termes de Part Verte (11%) et d'intensité de

contribution à la transition climat (15%). Il s'agit du portefeuille avec les plus importantes émissions évitées par montant investi, cela étant principalement lié au score particulièrement important obtenu sur le secteur

électricité. La bonne performance sur la quasi-totalité des indicateurs des premiers acteurs est compensée par une performance bien plus modeste chez les émetteurs du secteur automobile sélectionnés. Ces deux secteurs ayant des poids qui se compensent partiellement, la performance résultante dicte la performance globale du portefeuille qui est moyenne sur la plupart des indicateurs.

Pour la production d'électricité, une dizaine d'émetteurs pèsent pour plus de la moitié du secteur au sein du portefeuille. Ces acteurs comme EDF, Enel, Iberdrola, ou bien E.ON, disposent d'une part Verte significative ainsi que d'une bonne performance sur l'intensité de contribution à la transition climat. Le ratio d'émissions évitées par million d'euros de valeur d'entreprise est particulièrement important. Les émetteurs sélectionnés sont dans leur ensemble bien positionnés par rapport à la trajectoire 2°C sectorielle aujourd'hui.

Parmi les constructeurs automobiles, quatre émetteurs représentent plus des trois-quarts du poids du portefeuille sur le secteur : Volkswagen, Daimler, Ford et Renault. Les trois premiers présentent une performance globale modeste sur les indicateurs de Part Verte, d'intensité de contribution à la transition climat et sur les émissions évitées qui en découlent. Renault dispose d'une performance légèrement supérieure sur ces indicateurs. Globalement, l'intensité moyenne des véhicules mis sur le marché par les émetteurs sélectionnés est relativement importante, Tesla mis à part, et conduit à un non alignement 2°C sur le volet statique présent du portefeuille.

Le transport de passagers au sein du portefeuille se compose principalement de compagnies aériennes et d'exploitants d'aéroports ainsi que de deux loueurs de véhicules. Ces modes de transport ne bénéficient pas de part verte et disposent d'une intensité de contribution à la transition climat nulle tout comme les émissions évitées. Les émetteurs semblent globalement alignés 2°C mais cela recouvre deux réalités : les compagnies aériennes low-cost comme Easyjet et Ryanair ont des intensités carbone plus faibles que les autres car elles embarquent en moyenne plus

de passagers par avion (une seule classe éco) et opèrent une flotte en moyenne plus récente, alors que les compagnies classiques proposent plusieurs classes de voyages et exploitent une flotte plus âgée, particulièrement les compagnies américaines comme celles détenues (American Airlines, United Continental et Delta Air Lines).

Le transport de marchandises comporte des acteurs spécialisés du fret maritime ainsi que du fret ferroviaire mais les montants investis sont relativement faibles par rapport à ceux investis dans les émetteurs de la logistique et du fret aérien. La Part Verte est due aux logisticiens ayant également recours au fret maritime et ferroviaire. Le recours au fret aérien par ces acteurs annule complètement la performance de l'intensité de contribution à la transition climat et grève presque intégralement les émissions évitées.

Les producteurs de ciment retenus recourent tous aux matériaux et/ou combustibles alternatifs dans des proportions non négligeables et l'émetteur le mieux-disant sur cet indicateur, Heidelbergement, est celui ayant le poids le plus important dans le portefeuille. La performance est significativement positive sur l'indicateur de contribution à la transition climat et les émetteurs avec une forte production comme Lafargeholcim, Crh et Heidelbergement induisent d'importantes émissions évitées. Néanmoins, un acteur à forte intensité carbone, Cemex, éloigne le portefeuille de l'alignement 2°C sectoriel.

La performance du secteur de la production d'acier suit celle d'Arcelormittal car cet émetteur pèse pour la quasi-totalité du poids du portefeuille sur le secteur. Le recours aux coproduits et aux matériaux recyclés comme intrants de production est non négligeable chez Arcelormittal et entraîne la Part Verte. L'intensité de contribution à la transition climat et les émissions évitées du portefeuille proviennent d'un acteur spécialisé dans l'acier recyclé, performance diluée par le poids d'Arcelormittal ayant une contribution nulle sur ces indicateurs. L'intensité carbone globale du portefeuille des émetteurs de l'acier est éloignée de ce que l'on attend du secteur pour être alignée 2°C.

Analyse des risques physiques

Dans le monde entier, les économies et les marchés financiers vont inévitablement subir de graves perturbations causées par le changement climatique. Provoqués par des phénomènes ponctuels ou des tendances à long terme, les effets du changement climatique peuvent prendre la forme de pénuries de matières premières, de fluctuations des prix ou de dégâts et de pertes d'infrastructures. L'Article 173 de la loi sur la transition écologique et énergétique requiert la communication des risques climatiques, y compris des risques physiques, dans les portefeuilles des investisseurs. Ces risques liés aux catastrophes naturelles et aux risques environnementaux ne sont pas nouveaux, mais les investisseurs n'ont pas encore adopté une approche standard leur permettant de procéder à l'intégration systématique des effets physiques du changement climatique sur les actifs des entreprises et sur les chaînes de valeur. Cette absence de normes établies offre l'occasion d'innover et de forger de nouveaux indicateurs destinés à saisir les multiples facettes des effets climatiques sur l'économie et les marchés financiers.

Pour cette analyse, Trucost Ltd est accompagné par Four Twenty Seven (427), un cabinet d'études spécialisé dans le risque climatique, qui a élaboré une méthode permettant d'évaluer les effets du changement climatique sur les portefeuilles d'actions.

MÉTHODE APPLIQUÉE PAR FOUR TWENTY SEVEN : UNE ANALYSE DES RISQUES SECTORIELS

Les risques climatiques conjuguent des risques localisés (qui portent sur les actifs) et des risques relatifs à la chaîne de valeur (qui portent sur le secteur et les marchés). Le score de risque climatique attribué par Four Twenty Seven est conçu pour déterminer l'exposition relative des entreprises à des risques climatiques en fonction de la répartition de leurs actifs à travers le monde et des activités et secteurs dont elles sont le plus tributaires. Le rapport 2018 (basé sur les données 2017) fournit les résultats d'une analyse des risques sectoriels.

Si les effets du changement climatique sont généralement localisés, les risques sont, pour leur part, transfrontaliers, et suivent les flux du commerce international du fait de la globalisation des chaînes d'approvisionnement. Les risques climatiques peuvent ainsi découler non seulement des produits et services fournis, mais aussi des pays d'où ils sont issus.

La méthodologie 427 mesure donc trois risques liés au secteur d'activité : l'exposition aux risques climatiques en fonction de la localisation géographique de la chaîne de valeur, de leur consommation de ressources naturelles, et de leur sensibilité à la variabilité météorologique. Ces trois facteurs de risques permettent de déterminer le degré d'exposition des principaux secteurs économiques du globe.

Indicateurs de risque lié à la chaîne d'approvisionnement

Si les effets du changement climatique sont localisés, ses risques sont transfrontaliers et suivent les flux du commerce international du fait de la globalisation des chaînes d'approvisionnement.

La méthodologie Four Twenty Seven permet donc de mesurer deux risques liés à la chaîne d'approvisionnement : l'exposition aux risques climatiques en fonction de l'origine géographique des produits dans la chaîne d'approvisionnement, et de la consommation de ressources naturelles sur le cycle de vie du produit.

Indicateurs de risque	Définition	Méthode de calcul	Source des données
Pays d'origine	Mesure le niveau actuel et futur des risques climatiques des pays contribuant à la production du secteur et aux activités d'exportation	Modélisation des flux commerciaux propres à chaque industrie, et attribution d'un score de risque aux pays d'origines sur la base de l'Indice de Risque Pays 427	Trucost ; un comtrade (2015) ²⁴ , Indice de Risque Pays 427 ²⁵
Ressources naturelles	Mesure la dépendance du secteur aux ressources naturelles : eau, énergie et utilisation des terres	Modélisation de l'intensité de la consommation en ressources naturelles propre à chaque industrie pour représenter la consommation des ressources qui vont être affectées par le changement climatique	Trucost, Multi-Regional Input-Output (MRIO) world database ²⁶ , compiled by KGM Associates

Indicateurs de risque de marché

Le changement climatique touche non seulement les entreprises, mais aussi les consommateurs, et le tissu économique de toutes les régions du monde, soulevant un risque macroéconomique pour la croissance et les ventes de l'entreprise. La méthodologie de

427 permet de mesurer deux dimensions distinctes du risque de marché : d'une part, le risque lié aux pays où l'entreprise réalise son chiffre d'affaires – risque accru lorsque le chiffre d'affaires est concentré dans un seul pays – et d'autre part, la sensibilité du chiffre d'affaires aux variations météorologiques.

Indicateurs de risque	Définition	Méthode de calcul	Source des données
Pays de vente	Mesure le niveau actuel et futur des risques climatiques des pays contribuant au chiffre d'affaires de l'entreprise	Attribution d'un score de risque aux pays de vente sur la base de l'Indice de Risque Pays 427	Factset GeoRev™, Indice de Risque Pays 427
Sensibilité météo	Mesure de la sensibilité du secteur à la variabilité météorologique	Quantification des impacts économiques associée aux variations de température et de précipitations par industrie, sur la base de données économiques et météorologiques historiques	WeatherBill (2008) ²⁷ , Larsen et al. (2006) ²⁸ , Lazo et al. (2011) ²⁹

24 Comtrade, U. N. (2015). « United Nations commodity trade statistics database ». URL: <http://comtrade.un.org..>

25 Four Twenty Seven: Assessing Physical Climate Risk in the Financial Sector, forthcoming (June 2017).

26 Lenzen M., Kanemoto K., Moran D., and Geschke A., (2012) Mapping the structure of the world economy. *Environmental Science & Technology* 46(15) pp 8374–8381..

27 Weatherbill, (2008) Global Weather Sensitivity; a Comparative Study, published by Weatherbill.

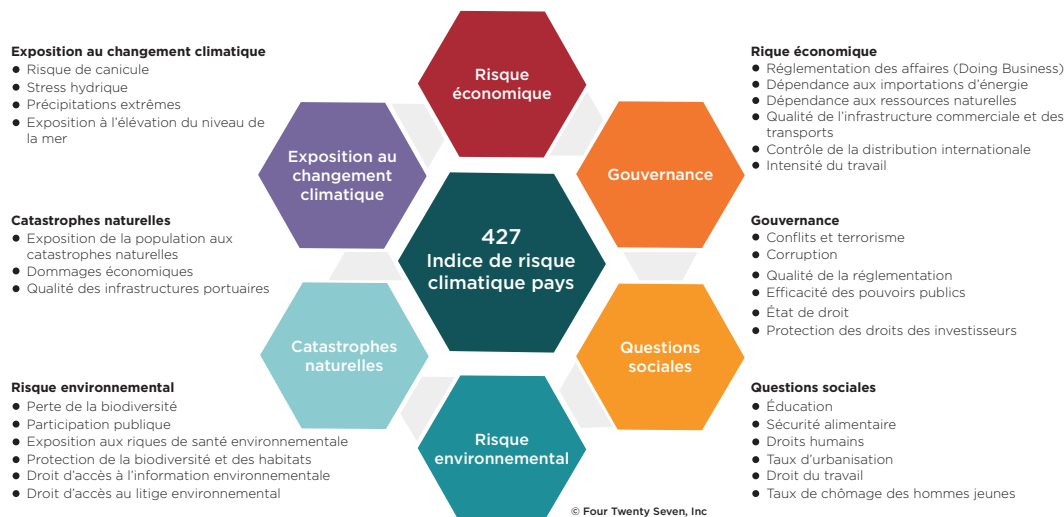
28 Larsen P. H., Lawson M., Lazo, J. K., & Waldman D. M. (2007). Sensitivity of the US economy to weather variability. Boulder: Research Applications Laboratory, NCAR.

29 Lazo, Jeffrey K., et al. (2011). « US economic sensitivity to weather variability ». *Bulletin of the American Meteorological Society* 92.6.709-720.

Le risque pays est évalué et noté en prenant en compte l'exposition de chaque pays au risque climatique et sa capacité à résister et à répondre aux impacts physiques. L'Indice de risque climatique pays 427 comprend 31 indicateurs organisés en six catégories (risque économique, social, environnemental, gou-

vernance, et risques liés aux catastrophes naturelles). Les pays sont notés de 0 à 100, avec une surpondération de l'exposition aux changements climatiques dans les régions au sein d'un pays qui contribuent le plus à l'activité économique.

COMPOSITION DE L'INDICE DE RISQUE PAYS (427)

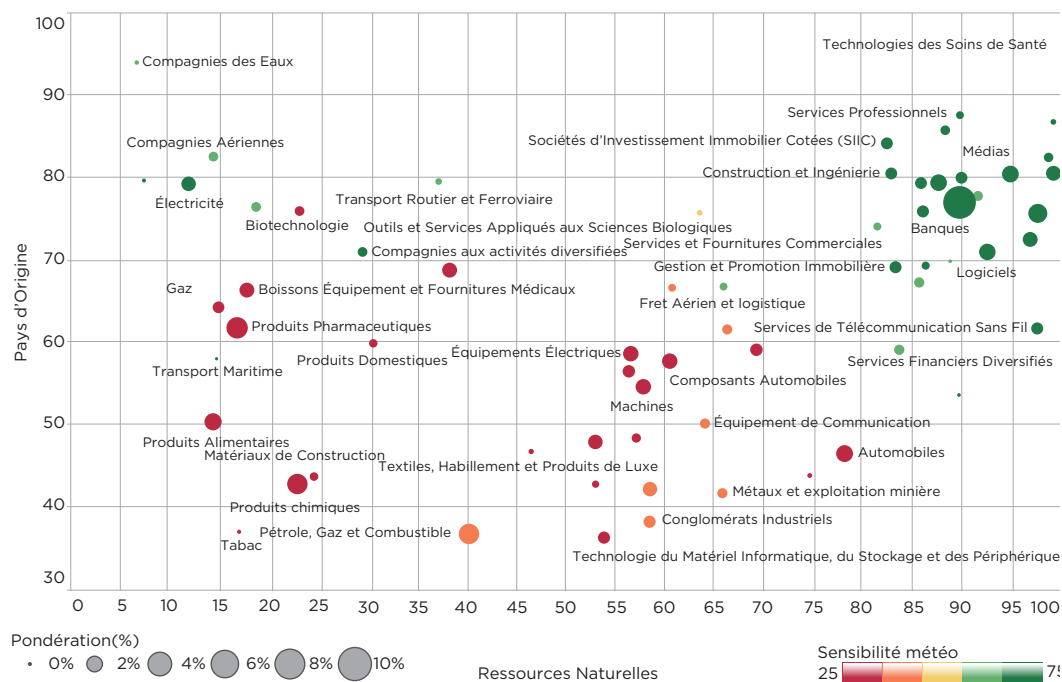


Matrice des risques sectoriels : secteurs les plus exposés

Les indicateurs de risque sectoriels sont conçus pour représenter les risques physiques liés à certaines activités économiques de nature industrielle ou extractive ; en conséquence, les secteurs de services, tels que la Finance ou les Télécommunications, ont la meilleure performance. En contrepartie, les secteurs caractérisés par des processus de production très consommateurs de ressources naturelles, comme le secteur des Matériaux (métaux et exploitations minières, matériaux de construction), Pétrole et

produits chimiques, ou l'industrie des Produits alimentaires, tabac et boisson obtiennent les scores les plus faibles. Les secteurs dépendant d'une chaîne logistique complexe et mondialisée, comme l'industrie Automobile, le secteur des Biens de consommation de base, ou l'industrie des Produits pharmaceutiques, se voient aussi attribuer des faibles scores. L'Immobilier obtient pour sa part de faibles scores de risques sectoriels ; néanmoins sa véritable exposition réside dans ses actifs physiques. Le graphique ci-après présente une cartographie détaillée des risques par industrie GICS pour le portefeuille consolidé Actions du FRR.

RESSOURCES NATURELLES, PAYS D'ORIGINE ET SENSIBILITÉ MÉTÉO



Note : Ce diagramme de dispersion présente le score ressources naturelles en abscisse et le score pays d'origine en ordonnée. La couleur des points représente le score de sensibilité météo et la taille des points représente la pondération des titres de ce secteur dans le Portefeuille consolidé Actions. Les secteurs les plus à risque sont représentés par les points rouges concentrés en bas à gauche du graphique. Source : Four Twenty Seven

ATTRIBUTION DES SCORES AUX ENTREPRISES

Les entreprises émettrices de titres sont notées en fonction de la ventilation de leurs revenus par secteur (sur la base des données Trucost).

Le score final est la moyenne du risque sectoriel des secteurs d'activité pondérée par le pourcentage de chiffre d'affaires dans chacune de ces branches d'activités.

EXEMPLE D'ATTRIBUTION DU SCORE DE RISQUE SECTORIEL À UNE ENTREPRISE

Industrie	Pourcentage de revenus	Risque sectoriel
Fabrication de matériel informatique et électronique	29 %	57,0
Fabrication de périphériques de stockage informatique	26 %	56,6
Terminaux d'ordinateurs et autres équipements périphériques d'ordinateurs	20 %	60,7
Conception de services informatiques et systèmes connexes	18 %	33,6
Éditeurs de logiciels	3 %	27,0
Location de matériel et machinerie commerciale et industrielle	3 %	28,4
Total	100 %	51,6

Note : Cette entreprise dérive 75 % de ses revenus de la fabrication de différents types de produits informatiques, et les 25 % restant d'activités de service et développement de logiciels, au risque beaucoup plus faible. Le score assigné à cette entreprise est de 51,6, la moyenne pondérée des scores de ces six secteurs d'activité. Source : Four Twenty Seven

Pour permettre la synthèse et l'analyse des portefeuilles, nous présentons les résultats en groupant les entreprises par leur secteur GICS. Cependant, au sein de chaque portefeuille et indice de référence, la composition sous-jacente des secteurs varie en fonction des entreprises et de leurs activités, si bien que le score de risque moyen d'un même secteur GICS peut différer d'un portefeuille à un autre.

Les scores sectoriels couvrent tous les titres fournis par Trucost à l'exception de deux (sur un ensemble de plus de 6 000 titres).

L'évolution de la méthodologie entre 2016 et 2017

Des changements méthodologiques ont été effectués entre 2016 et 2017. Ces modifications ont conduit à une évolution des scores entre les deux années. Cependant, l'impact des changements méthodologiques est difficile à mesurer car ils ne sont pas les seuls facteurs de variation des scores.

L'évolution des scores entre 2016 et 2017 s'explique par deux principaux phénomènes : l'amélioration dans la méthode de notation de 427 et l'actualisation des données utilisées pour réaliser ces calculs. Tout d'abord, les scores de 2017 ont été calculés avec une catégorie de risque supplémentaire par rapport à ceux de 2016 : la catégorie « pays de vente ». De plus, des améliorations ont été effectuées dans le traitement des données de base, notamment grâce à l'utilisation de données du modèle MRIO (modèle des relations intersectorielles multirégionales) qui apportent des informations plus fines sur la consommation

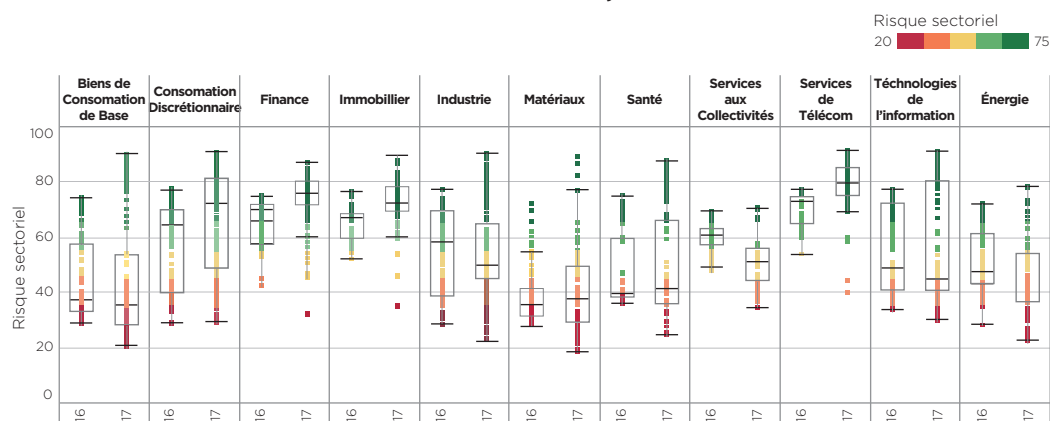
en ressources naturelles au niveau des pays. L'échelle de notation a été élargie, permettant aux notes des entreprises de varier entre 0 et 100³⁰.

Enfin, en plus de ces modifications internes à la méthodologie de 427, les données sur la composition des portefeuilles et sur les revenus des entreprises ont été actualisées, participant ainsi à l'évolution des scores. Il est difficile de disso-

cier l'impact de ces différentes modifications sur la variation des scores entre 2016 et 2017.

Pour permettre une analyse comparative, une version des scores de 2017 utilisant les mêmes indicateurs qu'en 2016 (Sensibilité météo, Ressources naturelles et Pays d'origine) a été réalisée. Cette comparaison permet d'identifier des tendances générales similaires pour tous les portefeuilles.

COMPARAISON D'UNE ANNÉE SUR L'AUTRE, SANS PAYS DE VENTE



Variation des scores du Portefeuille consolidé Actions entre 2016 et 2017. Pour rendre possible l'analyse comparative, les scores de l'année 2017 ici présents utilisent les mêmes indicateurs qu'en 2016 : ressources naturelles, sensibilité météo et pays d'origine. Source : Four Twenty-Seven

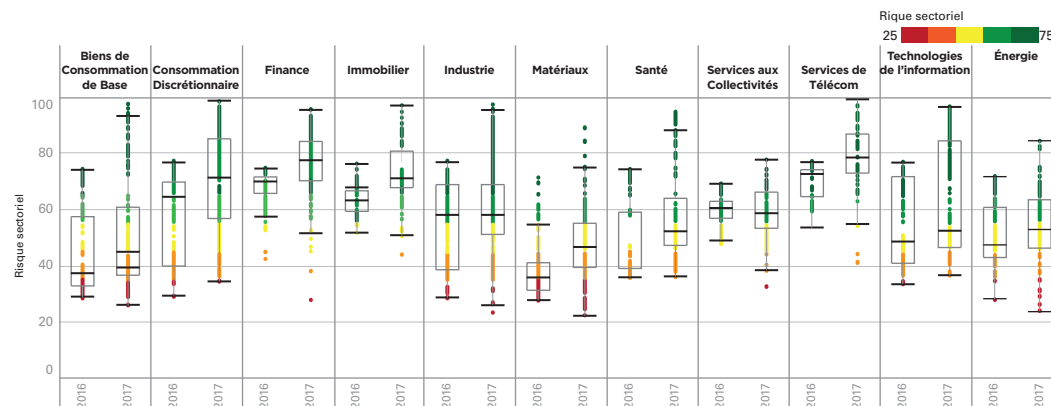
Les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la Finance, de l'Immobilier, des Matériaux et des Services de télécommunication ont, en moyenne, une exposition au risque physique plus faible que l'année précédente. À l'inverse, les secteurs des Technologies de l'information, des Services aux collectivités et de l'Industrie ont, pour une majorité des portefeuilles, une plus forte exposition au risque qu'en 2016. Ces différences peuvent s'expliquer par une modification de la composition des portefeuilles et/ou par l'amélioration des données utilisées par 427 pour la création des indicateurs sous-jacents, en particulier pour le calcul du score Ressources Naturelles.

L'indicateur pays de vente

L'indicateur pays de vente a été ajouté pour l'évaluation des scores des entreprises de l'année 2017. Cet indicateur permet d'inclure à l'analyse le risque pays pour les pays où les entreprises réalisent leurs ventes. Afin de mesurer l'impact de l'introduction de ce nouvel indicateur dans le calcul des scores, le graphique suivant illustre les scores de l'année 2016 sans l'indicateur pays de vente et les scores de l'année 2017 avec l'indicateur pays de vente pour le Portefeuille consolidé Actions et le Portefeuille Actions Émergentes.

³⁰ En 2016, les notations avaient été contraintes entre 25 et 75 en raison d'incertitudes sur certaines sources de données, maintenant résolues.

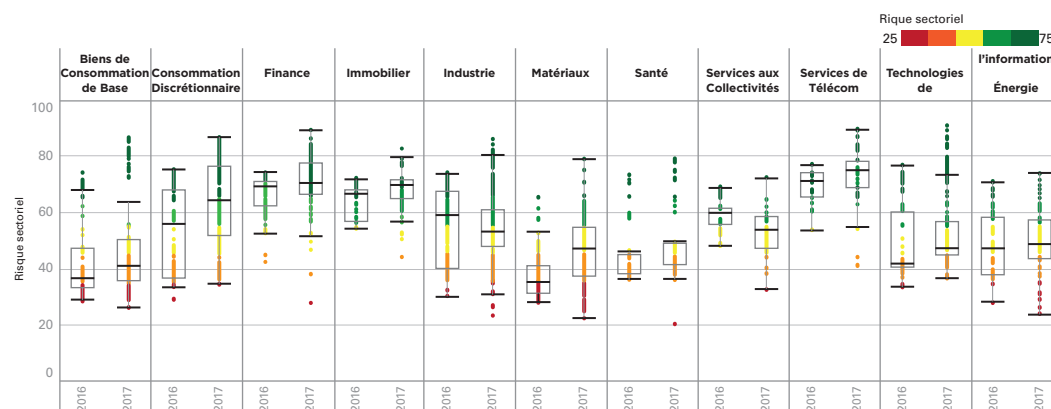
VARIATION DE LA DISTRIBUTION DES SCORES 2016/2017 - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS



Variation de la distribution des scores du Portefeuille consolidé Actions entre 2016 et 2017.

Les scores de 2016 n'incluent pas l'indicateur pays de vente. Le Portefeuille consolidé Actions a une meilleure performance dans presque tous les secteurs en 2017 par rapport à 2016. Source : Four Twenty Seven

VARIATION DE LA DISTRIBUTION DES SCORES 2016/2017 - PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES



Variation de la distribution des scores du Portefeuille Actions Émergentes entre 2016 et 2017.

Les scores de 2016 n'incluent pas l'indicateur pays de vente. Source : Four Twenty Seven

La majorité des entreprises des portefeuilles analysés concentrent leurs sources de revenus dans des pays développés. Les pays développés étant généralement moins exposés aux impacts du changement climatique que les pays émergents, l'ajout de l'indicateur pays de vente a eu pour conséquence d'augmenter leurs scores dans la quasi-totalité des secteurs. À l'inverse, les entreprises effectuant leurs ventes dans des pays émergents

ont vu leurs scores de performance diminuer. Ainsi, le Portefeuille Actions Émergentes, qui concentre ses titres dans les pays émergents, a vu ses scores sectoriels diminuer en 2017, notamment ceux des secteurs de l'Industrie et des Services aux collectivités. L'ajout de l'indicateur pays de vente a donc eu pour principale conséquence de souligner la différence d'exposition au risque des pays développés et des pays émergents.

PRINCIPAUX RÉSULTATS

SCORES DES PORTEFEUILLES ET LEURS INDICES DE RÉFÉRENCE

N°	Type portefeuille	Zone géo/ classe d'actifs	Actif/ Passif	Score (portefeuille)	Indice de référence	Pondération	Score (indice)
1	Action	Physique	consolidé (bdc)	67,42	Indice Émergent	13,8 %	61,71
					Indice Développé ex. Eurozone	43,2 %	69,89
					Indice Eurozone	43,0 %	65,30
					Total	100 %	66,79
2	Action	Physique	Développée	68,84	Indice Développé ex. Eurozone	50,1 %	69,89
					Indice Eurozone	49,9 %	65,30
					Total	100 %	67,58
3	Action	Physique	Développée	71,38	Indice Europe SmallCap	25,5 %	71,04
					Indice France MidSmall Cap	11,7 %	73,65
					Indice US LargeMidCap	36,2 %	72,07
					Indice Japon	11,9 %	61,58
					Indice Développé ex. Corée LargeMidCap	14,7 %	69,03
					Total	100 %	70,32
4	Action	Physique	Développée	66,58	Indice Eurozone Large- MidCap	67,4 %	64,77
					Indice France LargeMidCap	18,7 %	64,33
					Indice Europe LargeMidCap	7,2 %	63,57
					Indice Asie Pacifique ex. Japon LargeMidCap	6,7 %	65,47
					Total	100 %	64,64
5	Action	Physique	Émergente	61,69	Indice Émergent	100 %	61,71
7	Action	Physique	consolidé ex. souverain	75,42	Indice Eurozone Investment Grade Obligation Corporate	51,6 %	70,19
					Indice US Investment Grade Obligation Corporate 1-10Y	30,0 %	73,80
					Indice US High Yield	9,1 %	77,95
					Indice Euro High Yield	9,3 %	67,90
					Total	100 %	71,82

La moyenne de score sectoriel pour tous les portefeuilles d'actions FRR est d'environ 67. Cette bonne performance (exposition limitée au risque physique) dénote des portefeuilles d'actions et des secteurs hautement diversifiés. Tandis que certains secteurs et certains titres ont un niveau de risque plutôt élevé, ils sont largement compensés par la présence d'autres titres avec de faibles niveaux de

risque. Les portefeuilles et leurs indices de référence ont tendance à avoir des scores proches, mais la plupart des portefeuilles ont un niveau moyen de risque inférieur aux indices de référence avec un score de portefeuille supérieur. Les différences pour chaque portefeuille sont analysées dans la section suivante.

COMPARAISON DES PORTEFEUILLES DU FRR : RISQUES SECTORIELS

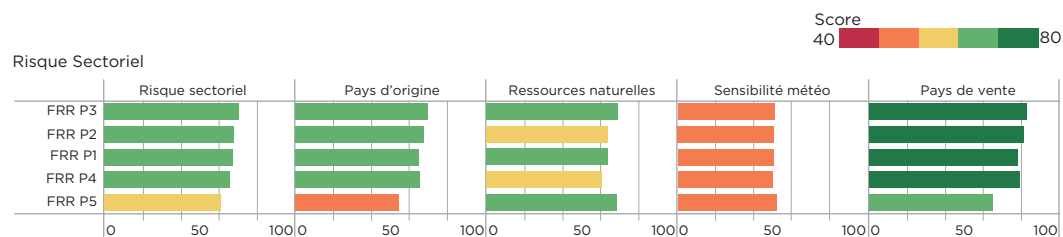


Table de lecture :

P1 : Portefeuille consolidé Actions ;

P2 : Portefeuille Actions Développées ;

P3 : Portefeuille Actions Développées Gestion Active ;

P4 : Portefeuille Actions Développées Gestion Passive ;

P5 : Portefeuille Actions Émergentes ;

P7 : Portefeuille Obligations.

Les portefeuilles obtiennent des scores de risque sectoriel différents. Le Portefeuille Actions Émergentes détient le plus faible score en raison de la concentration de ses entreprises dans les pays émergents, souvent plus vulnérables au changement climatique, ce qui se reflète dans ses scores pays d'origine et pays de vente. C'est donc le portefeuille le plus exposé au risque climatique. À l'inverse, le Portefeuille Actions Développées Gestion Active est le portefeuille le moins exposé avec un score de risque sectoriel supérieur à 70. Les portefeuilles Actions Développées et Actions Développées Gestion Active ont, quant à eux, des scores plus faibles dans la catégorie Ressources Naturelles. Ces écarts s'expliquent par une différence de pondération des secteurs et du risque climatique de chaque secteur selon les portefeuilles.

Ainsi, on retrouve une exposition accrue du Portefeuille Actions Émergentes dans chacun de ces secteurs. Le secteur des Technologies de l'information, par exemple, contient plus d'entreprises qui fabriquent du matériel informatique, alors que dans les Portefeuilles Actions Développées Gestion Active et Gestion Passive, on trouve plus d'entreprises de logiciels, moins exposées au risque physique. Dans le Portefeuille Actions Développées Gestion Active, on note aussi une moindre exposition aux secteurs de l'Énergie et des Matériaux, ce qui réduit mathématiquement son exposition au risque physique total. De plus, le Portefeuille Actions Développées Gestion Active comprend moins de titres dans le secteur des Biens de consommation de base et celui du Service aux collectivités, tous deux fortement exposés au risque climatique. On note aussi que le portefeuille d'obligations est surpondéré dans les secteurs à faible risque, notamment le secteur financier, et que même dans les secteurs plus exposés comme les Matériaux, les entreprises elles-mêmes ont un profil moins risqué.

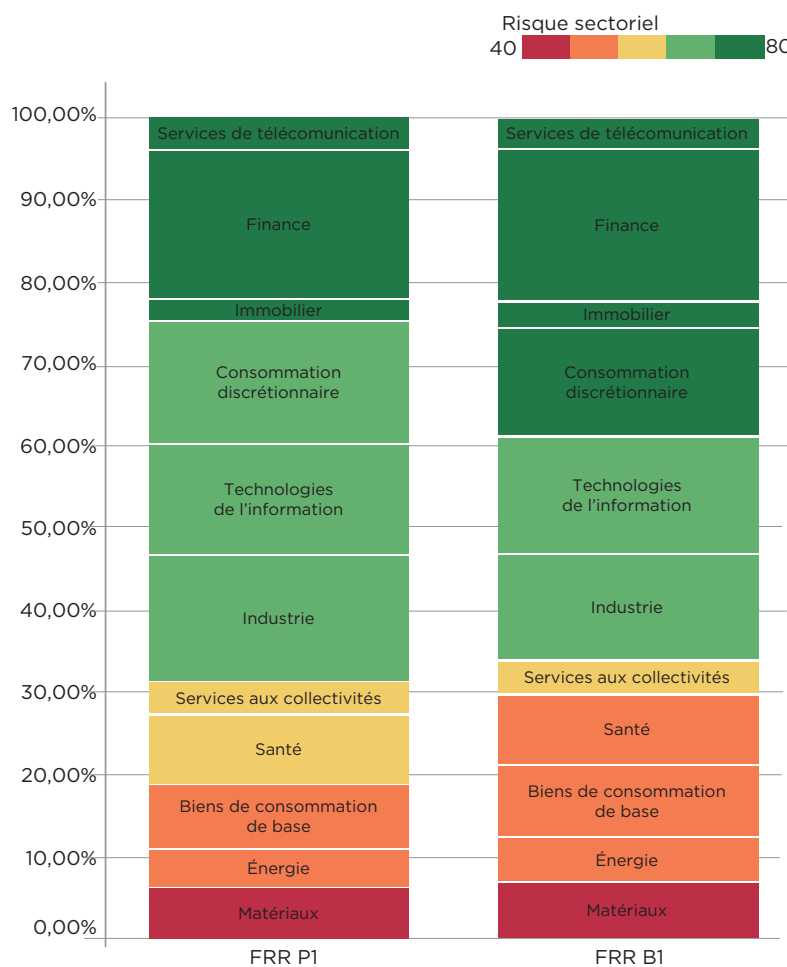
SCORES DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS (P1) ET DES INDICES CONSTITUANT L'INDICE COMPOSITE DE RÉFÉRENCE

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille Actions Développées & Émergentes, Actif et Passif	100,0 %	65,2	64,7	78,7	51,1	67,4
Total Indice de référence	100,0 %	65,2	64,7	78,7	51,1	67,4
Indice Émergent	13,8 %	53,9	68,7	64,8	53,5	61,7
Indice Développé	43,2 %	67,9	64,0	84,7	51,0	69,9
Indice Eurozone	43,0 %	63,2	60,7	79,2	48,9	65,3
Total	100 %	64,0	63,2	79,6	50,4	66,8

Le Portefeuille consolidé Actions obtient un score de performance légèrement supérieur au score de son indice, signifiant une moindre

exposition au risque physique. Ce rapport est constant parmi les quatre critères évalués à l'exception du critère pays de vente.

COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS CONTRE SON BENCHMARK

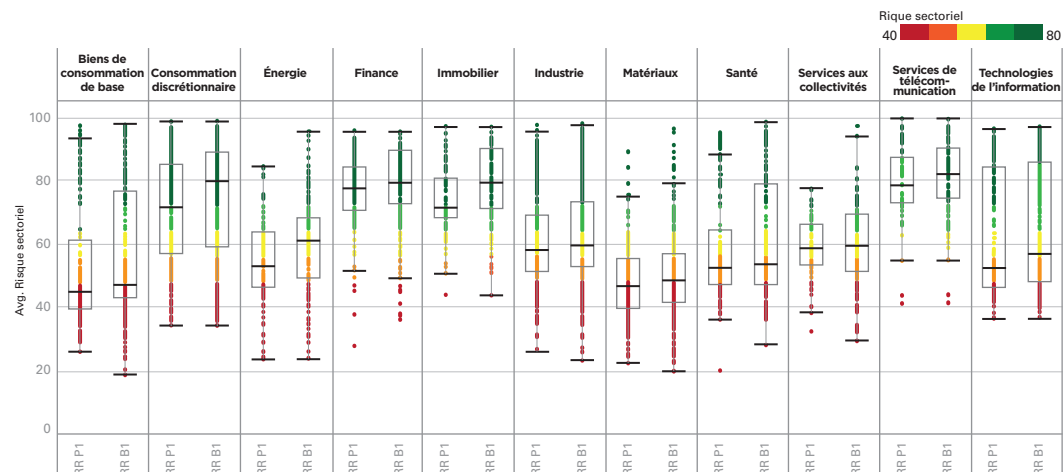


Cette meilleure performance s'explique, en partie, par une plus faible exposition au risque du secteur de la Santé. En effet, en comparaison avec celui de l'indice, le secteur de la Santé du portefeuille contient moins d'entreprises de l'industrie des Produits pharmaceutiques (industrie à risque) et plus d'entreprises dans l'industrie des Fournisseurs de produits et services de santé (industrie moins exposée). De plus, il contient plus d'entreprises dans le secteur performant de l'Industrie et moins dans des secteurs moins

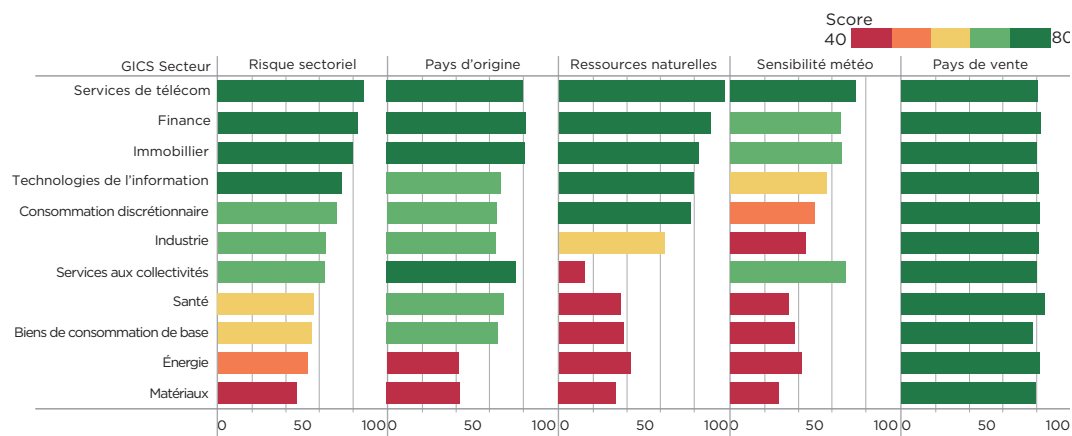
performants tels que les Matériaux, l'Énergie et les Biens de consommation.

En revanche, l'indice présente une meilleure performance dans le secteur de la Consommation discrétionnaire du à une forte concentration d'entreprises à faible risque dans ce secteur. Cette observation est néanmoins compensée par une plus forte pondération de ce secteur, généralement peu risqué, dans le Portefeuille consolidé Actions.

COMPARAISON ENTRE LE PORTEFEUILLE ET L'INDICE COMPOSITE DE RÉFÉRENCE PAR SECTEUR



SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR, POUR LE PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ ACTIONS



Les dix entreprises les plus à risque – Portefeuille consolidé Actions

Ce tableau présente les 10 entreprises les plus exposées au risque physique dans le Portefeuille consolidé Actions. Parmi ces dix entreprises, six font partie du secteur des Matériaux dont cinq de l'industrie des Matériaux de construction. Le secteur des Matériaux est particulièrement exposé au risque physique du fait de sa forte consommation de ressources naturelles menacées par le changement climatique et de la concentration de sa production dans des pays à risque.

L'entreprise la plus à risque du portefeuille est une entreprise de produits pharmaceutiques. En plus d'une forte consommation de ressources naturelles menacées par le changement climatique, cette entreprise tire la quasi-totalité de ses revenus du Bangladesh, un pays très exposé au changement climatique. Elle obtient ainsi le score le plus bas dans les catégories pays de vente et risque de marché.

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaîne de valeur	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pondération
Square Pharmaceuticals Ltd.	Santé	Produits pharmaceutiques	20	0	0	25,0	39,9	66,4	14,6	0,01 %
PT Semen Indonesia (Persero) Tbk	Matériaux	Matériaux de construction	22	29,9	44,3	25,3	14,5	15,4	15,1	0,01 %
San Miguel Corp.	Industrie	Conglomérats industriels	23	25,3	31,6	31,2	20,9	27,3	16,0	0,00 %
Petron Corp.	Energie	Pétrole, gaz et combustibles	24	26,5	39,3	25,3	20,7	27,7	15,1	0,00 %
Thai Oil Public Co. Ltd	Energie	Pétrole, gaz et combustibles	24	28,2	41,9	25,2	20,1	27,1	14,5	0,01 %
Pt Wijaya Karya Beton Tbk	Matériaux	Matériaux de construction	24	29,6	43,5	25,7	18,7	23,4	15,6	0,00 %
PTT Global Chemical Plc	Matériaux	Produits chimiques	25	29,0	43,0	25,3	20,2	27,0	14,9	0,01 %
TPI Polene PCL	Matériaux	Matériaux de construction	25	27,9	41,7	25,0	21,4	29,8	14,6	0,00 %
The Ramco cements Ltd	Matériaux	Matériaux de construction	25	35,7	52,4	25,8	14,0	15,1	14,4	0,03 %
PT Cemen Baturaja (Persero) Tbk Class B	Matériaux	Matériaux de construction	25	29,1	43,5	25,0	21,4	29,8	14,6	0,00 %

Portefeuille Actions Développées Gestion Active et Passive

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille Actions Développées Gestion Active et Passive	100,0 %	67,5	64,0	81,6	50,8	68,6
Indice de référence Indice Développé	50,1 %	67,9	64,0	84,7	51,0	69,9
Indice Eurozone	49,9 %	63,2	60,7	79,2	48,9	65,3
Total	100,0 %	65,6	62,4	81,9	50,0	67,6

COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES CONTRE SON INDICE DE RÉFÉRENCE

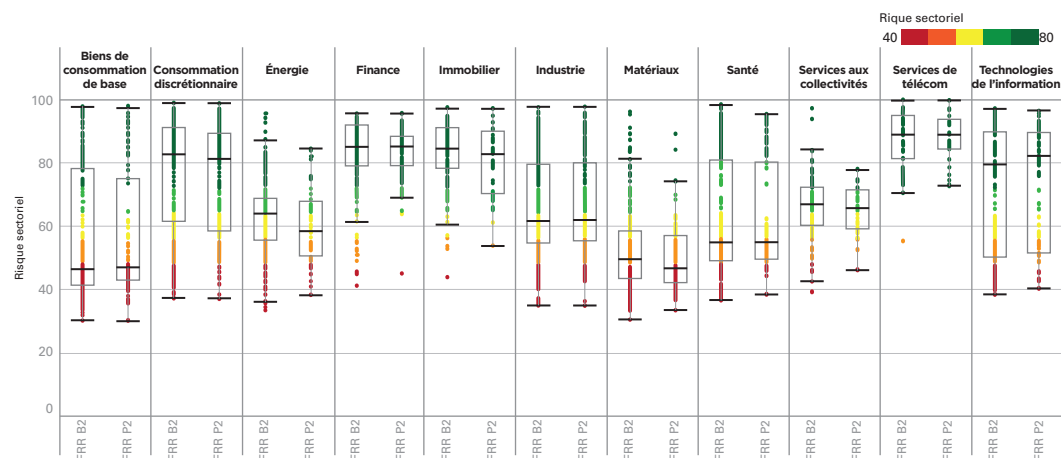


Le Portefeuille Actions Développées a un score de performance supérieur à celui de son indice de référence. Ce rapport est constant parmi les quatre critères évalués à l'exception du critère pays de vente. Il est donc moins exposé au risque physique que son indice.

Le portefeuille a une meilleure performance dans le secteur des Biens de consommation

de base, notamment en raison de l'absence d'entreprises du Tabac et d'une moins forte pondération de l'industrie de la Boisson en comparaison de celle de l'indice. Il obtient aussi un meilleur score de performance dans le secteur des Technologies de l'information car les entreprises de ce secteur sont plus concentrées dans les services liés aux technologies de l'information que dans la production.

COMPARAISON ENTRE LE PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES ET L'INDICE DE RÉFÉRENCE PAR SECTEUR



SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR - PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES



Les dix entreprises les plus à risque - Portefeuille Actions Développées

Le tableau ci-après présente les dix entreprises les plus exposées au risque physique dans le Portefeuille Actions Développées. Sur ces dix entreprises, sept appartiennent au secteur des Biens de consommation de base, parmi lesquelles trois font partie de l'industrie des Produits alimentaires et sont en tête du classement. Le secteur des Biens de consommation de base est particulièrement risqué

du fait de sa forte consommation en ressources naturelles menacées par le changement climatique. De façon plus générale, les entreprises réalisent leurs ventes dans des pays peu exposés mais leur chaîne de production se situe dans des pays à plus fort risque. Cette tendance est cependant inversée pour l'entreprise de l'industrie de la Boisson (Heineken Holding NV).

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS À RISQUE - PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaine de valeur	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pondération
Uni-President China Holdings Ltd	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	30	40	59	25,0	20,2	28,6	13,2	0,01 %
Tingyi (Cayman Islands) Holding Corp.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	30	40,0	59,2	25,6	20,6	28,6	14,1	0,02 %
Want want China Holdings Ltd	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	31	39,7	59,2	25,0	21,6	31,4	13,2	0,02 %
Lenzing AG	Matériaux	Produits chimiques	33	47,9	70,9	25,7	18,8	23,5	15,6	0,01 %
Mitsuboshi Belting Ltd	Industrie	Machines	35	47,7	71,3	25,0	22,1	31,0	14,6	0,01 %
Heineken Holding NV	Biens de consommation de base	Boissons	36	29,1	43,5	25,0	42,0	71,8	13,2	0,23 %
Kao Corp.	Biens de consommation de base	Produits de soin personnel	36	49,4	73,8	25,0	22,3	31,4	14,6	0,02 %
Ajinomoto Co., Inc.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	36	50,6	72,0	28,6	21,4	24,7	19,6	0,01 %
Prima Meat Packers, Ltd	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	36	49,3	73,6	25,0	23,0	34,3	13,2	0,04 %
Asahi Glass Co. Ltd	Industrie	Produits pour l'industrie du bâtiment	36	48,2	72,1	25,0	24,5	27,9	22,5	0,02 %

Portefeuille Actions Développées Gestion Active

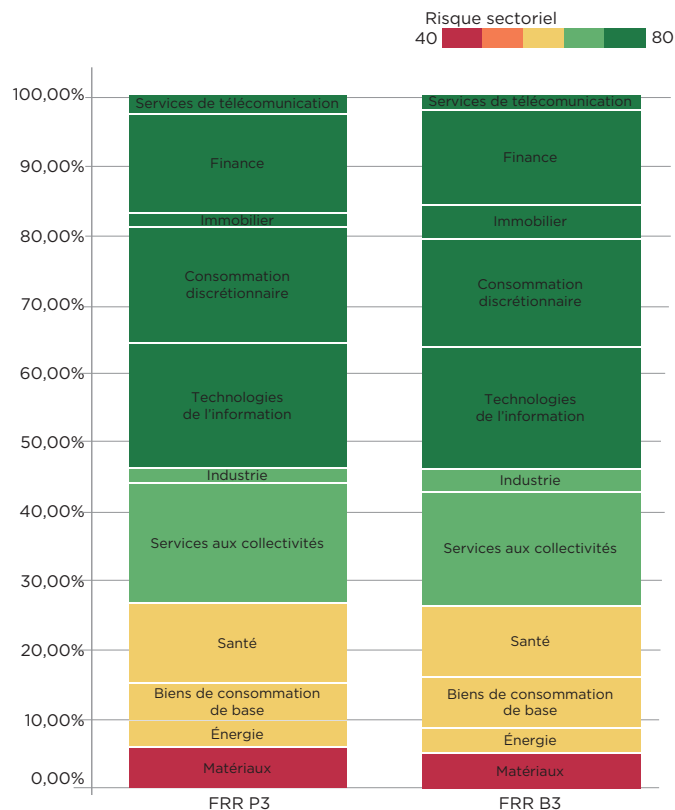
SCORES DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPÉES GESTION ACTIVE ET INDICES DE RÉFÉRENCE

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille Actions Développées Gestion Active	100,0 %	70,1	68,3	83,6	51,8	71,4
Indice de référence						
Indice Europe Smallcap	25,5 %	71,0	67,7	81,3	52,8	71,0
Indice France MidSmallCap	11,7 %	74,4	70,1	82,2	55,3	73,6
Indice United States LargeMidCap	36,2 %	70,0	65,2	87,9	51,9	72,1
Indice Japon	11,9 %	57,8	61,9	75,2	45,0	61,6
Indice Développé ex-Korea LargeMidCap	14,7 %	66,8	63,1	84,0	50,7	69,0
Total	100,0 %	68,9	65,7	83,5	51,5	70,3

Le Portefeuille Actions Développées Gestion Active a un score supérieur à celui de son indice de référence. Ce rapport est constant

parmi les quatre critères évalués. Il présente donc moins de risques que son indice composite de référence.

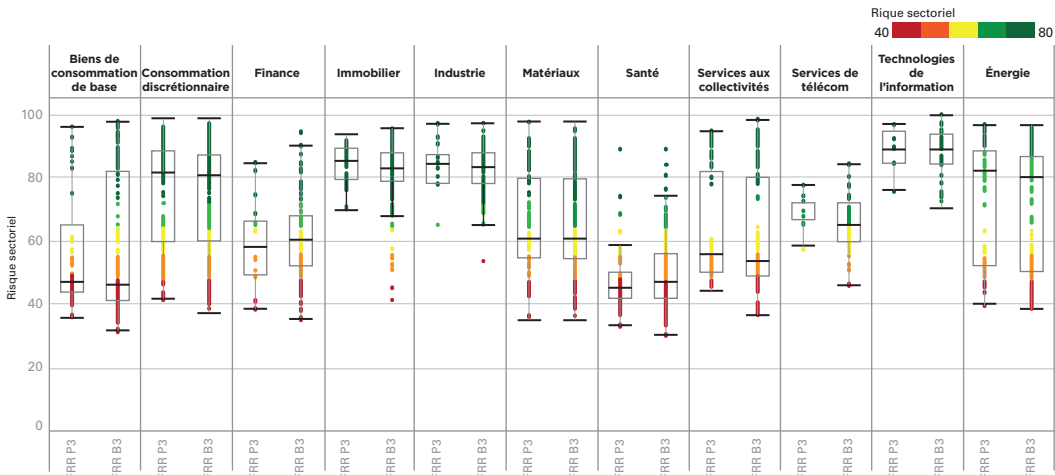
COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION ACTIVE CONTRE SON BENCHMARK



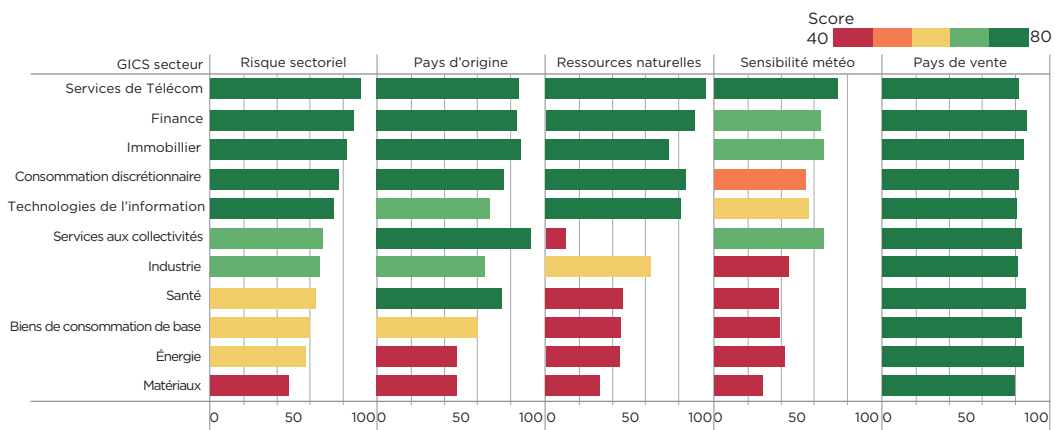
Le portefeuille et son indice présentent des scores par secteur très proches. Cependant, les scores du portefeuille sont légèrement supérieurs ou égaux à ceux de l'indice dans huit secteurs sur onze. De plus, les trois secteurs restants sont parmi les secteurs les moins fortement pondérés (Immobilier, Énergie et Services aux collectivités). Le portefeuille est notamment plus performant

dans le secteur de la Santé car on note plus d'entreprises dans l'industrie des Fournisseurs et moins dans celle de la production des produits pharmaceutiques. Il obtient aussi de meilleurs scores dans le secteur des Biens de consommation de base dus à l'absence d'entreprises de l'industrie du Tabac et à une quantité plus faible d'entreprises de l'industrie de la Boisson.

COMPARAISON ENTRE LE PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES
GESTION ACTIVE ET L'INDICE COMPOSITE DE RÉFÉRENCE PAR SECTEUR



SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR



Les dix entreprises les plus à risque – Portefeuille Actions Développées Gestion Active

Ce tableau présente les dix entreprises les plus exposées au risque physique dans le Portefeuille Actions Développées Gestion Active. Sur ces dix entreprises, quatre appartiennent au secteur des Biens de consommation de base et trois à celui des Matériaux. Les dix entreprises présentent toutes des

risques dus à leur forte consommation de ressources naturelles menacées par le changement climatique. Elles ont aussi un processus de production concentré dans des pays à risque ainsi qu'une forte sensibilité météo (représentée par un faible score). Cependant, les dix entreprises sont peu exposées à des risques provenant des pays de vente car ces pays sont, pour la majorité, des pays développés.

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS À RISQUE – PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaîne de valeur	Pays d'origine	Res-sources naturelles	Pondération
Lenzing AG	Matériaux	Produits chimiques	33	48	71	25,7	18,8	23,5	15,6	0,03 %
Mitsubishi Belting Ltd	Industrie	Machines	35	47,7	71,3	25,0	22,1	31,0	14,6	0,03 %
Kao Corp.	Biens de consommation de base	Produits de soin personnel	36	49,4	73,8	25,0	22,3	31,4	14,6	0,04 %
Prima Meat Packers, Ltd	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	36	49,3	73,6	25,0	23,0	34,3	13,2	0,09 %
Asahi Glass Co., Ltd	Industrie	Produits pour l'industrie du bâtiment	36	48,2	72,1	25,0	24,5	27,9	22,5	0,06 %
Royal DSM NV	Matériaux	Produits chimiques	37	50,7	74,4	26,4	22,3	30,1	15,9	0,03 %
Mondelez International, Inc.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	37	54,0	80,7	25,0	19,2	26,6	13,2	0,35 %
Asahi Holdings Ltd	Biens de consommation de base	Boissons	37	50,2	74,2	25,7	23,3	33,3	14,6	0,05 %
Tocalo Co., Ltd	Matériaux	Produits chimiques	37	49,7	74,2	25,0	23,9	34,7	14,6	0,02 %
Shikoku Chemicals Corp.	Matériaux	Produits chimiques	37	49,7	74,3	25,0	23,9	34,7	14,6	0,06 %

Portefeuille Actions Développées Gestion Passive

SCORES DU PORTEFEUILLE QUATRE ET INDICES DE RÉFÉRENCE

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille Actions Développées Gestion Passive	100,0 %	65,4	60,7	80,1	50,1	66,6
Indice de référence						
Indice Eurozone LargeMidCap	67,4 %	62,8	55,6	80,2	46,8	63,6
Indice France LargeMidCap	18,7 %	63,0	58,7	81,0	45,7	64,3
Indice Europe LargeMidCap	7,2 %	62,8	55,6	80,2	46,8	63,6
Indice Asia Pacific ex-Japan LargeMidCap	6,7 %	58,5	69,0	71,7	54,2	65,5
Total	100,0 %	62,6	57,1	79,8	47,1	63,8

COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE CONTRE SON INDICE DE RÉFÉRENCE



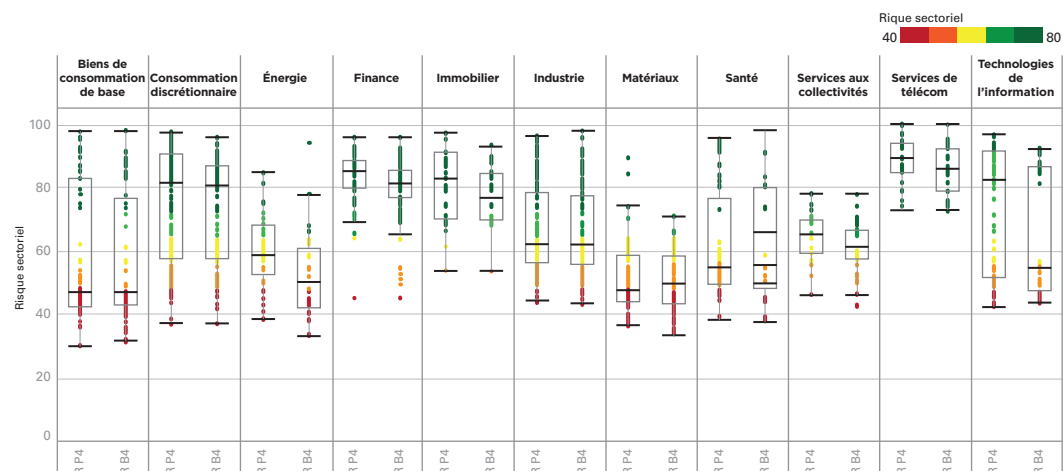
Le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive a un score de risque sectoriel climatique supérieur à celui de son indice, et ce rapport est constant parmi les quatre critères évalués. Il est donc moins exposé au risque physique.

Le portefeuille obtient des scores inférieurs à ceux de son indice dans seulement deux secteurs sur onze (l'Énergie et les Services de télécommunication). De plus, ces deux secteurs représentent une faible part de la composition totale des portefeuilles.

Il est, notamment, plus performant dans le secteur de la Consommation discrétionnaire dû à une plus forte concentration d'entreprises de l'industrie des Médias dans ce secteur (industrie peu risquée).

Enfin, il concentre moins d'entreprises dans des secteurs plus à risque tels que les Matériaux, les Biens de consommation de base et l'Énergie.

COMPARAISON ENTRE LE PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE ET L'INDICE COMPOSITE DE RÉFÉRENCE PAR SECTEUR



SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR - PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE



Les dix entreprises les plus à risque – Portefeuille Actions Développées Gestion Passive

Sur ces dix entreprises, huit appartiennent au secteur des Biens de consommation de base dont cinq à l'industrie des Produits alimentaires. Les deux entreprises restantes appartiennent au secteur des Matériaux et à l'Industrie des produits chimiques. Les entreprises de ces secteurs représentent des risques élevés du fait de leur forte consommation en ressources naturelles menacées par le changement climatique. Elles ont aussi un processus de production concentré dans des pays à risque, à l'exception d'une des entreprises de l'industrie de la Boisson, ainsi qu'une forte sensibilité météo (représentée

par un faible score). Cependant, les dix entreprises sont toutes peu exposées à des risques provenant des pays de vente car ces pays sont, pour la majorité, des pays développés. Enfin, trois de ces entreprises (Heineken Holding NV, Royal DSM NV et Akzo Nobel NV) représentent une part relativement importante du Portefeuille Actions Développées Gestion Passive. Ainsi, les dix entreprises les plus à risque représentent, au total, un peu plus de 1% du portefeuille.

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS À RISQUE - PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaine de valeur	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pondération
Uni-President China Holdings Ltd.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	30	40	59	25,0	20,2	28,6	13,2	0,02 %
Tingyi (Cayman Islands) Holding Corp.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	30	40,0	59,2	25,6	20,6	28,6	14,1	0,03 %
Want want China Holdings Ltd	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	31	39,7	59,2	25,0	21,6	31,4	13,2	0,03 %
Heineken Holding NV	Biens de consommation de base	Boissons	36	29,1	43,5	25,0	42,0	71,8	13,2	0,41 %
Kao Corp.	Biens de consommation de base	Produits de soin personnel	36	49,4	73,8	25,0	22,3	31,4	14,6	0,01 %
Ajinomoto Co., Inc.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	36	50,6	72,0	28,6	21,4	24,7	19,6	0,02 %
Royal DSM NV	Matériaux	Produits chimiques	37	50,7	74,4	26,4	22,3	30,1	15,9	0,28 %
Mondelez International, Inc.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	37	54,0	80,7	25,0	19,2	26,6	13,2	0,03 %
Asahi Group Holdings Ltd	Biens de consommation de base	Boissons	37	50,2	74,2	25,7	23,3	33,3	14,6	0,01 %
Akzo Nobel NV	Matériaux	Produits chimiques	37	51,5	76,9	25,0	22,7	32,2	14,6	0,20 %

Portefeuille Actions Émergentes

SCORES DU PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES ET INDICES DE RÉFÉRENCE

SCORES DU PORTEFEUILLE ET INDICES DE RÉFÉRENCE

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille						
Actions Émergentes, Actif et Passif	100,0 %	54,6	68,1	65,6	52,7	61,7
Indice de référence						
Indice Émergent	100,0 %	53,9	68,7	64,8	53,5	61,7

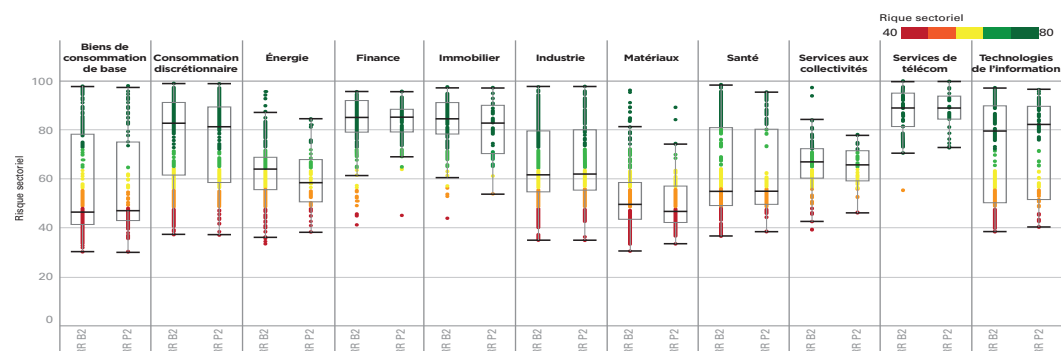
Le Portefeuille Actions Émergentes a un score de risque sectoriel climatique similaire à celui de son indice. Ses plus faibles scores pour les critères Ressources naturelles et Sensibilité météo sont compensés par des scores supérieurs pour les critères Pays d'origine et Pays de vente. La comparaison par secteur permet d'identifier une exposition

au risque plus élevée du portefeuille dans les secteurs des Biens de consommation et de l'Industrie. Cependant, ces scores inférieurs sont compensés par une plus faible pondération des secteurs les plus à risque (Énergie et Matériaux) ainsi qu'une plus forte pondération des secteurs moins à risque (Consommation discrétionnaire et Finance).

COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES CONTRE SON INDICE DE RÉFÉRENCE



COMPARAISON ENTRE LE PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES ET L'INDICE COMPOSITE DE RÉFÉRENCE PAR SECTEUR



La comparaison du portefeuille avec son indice concentré sur les économies émergentes permet d'isoler cette dernière caractéristique. Comparé à son indice de référence, le Portefeuille Actions Émergentes ne présente pas une exposition aux risques particulièrement élevée. Cependant, lorsqu'il

est mis en comparaison avec les autres portefeuilles, ce portefeuille se révèle être le plus risqué. C'est donc bien la concentration de ses entreprises dans les pays émergents qui permet d'expliquer sa plus forte exposition aux risques par rapport aux autres portefeuilles FRR.

SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR - PORTEFEUILLE ACTIONS ÉMERGENTES



Les dix entreprises les plus à risque – Portefeuille Actions émergentes

Sur ces dix entreprises, six appartiennent au secteur des Matériaux dont cinq à l'industrie des Matériaux de construction. Les quatre entreprises restantes appartiennent au secteur de l'Énergie, l'Industrie et la Santé. Les entreprises de ces secteurs représentent des risques élevés du fait de leur consommation en ressources naturelles menacées par le changement climatique. Elles ont aussi un processus de production concentré dans des pays à risque ainsi qu'une forte sensibilité météo (représentée par un faible score). L'entreprise la plus à risque appartient à

l'industrie des Produits pharmaceutiques. Cette entreprise concentre sa production dans des pays peu exposés au risque climatique. En revanche, ses ventes s'effectuent presque entièrement au Bangladesh, un pays très exposé au changement climatique. Enfin, en comparaison avec les autres portefeuilles, les performances de P5 dans la catégorie pays de vente sont plus faibles. Cela reflète, une fois de plus, la concentration des entreprises du portefeuille Actions Émergentes dans des pays émergents.

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS À RISQUE - PORTEFEUILLE 5

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaîne de valeur	Pays d'origine	Res-sources natu-relles	Pondération
Square Pharmaceuticals Ltd	Santé	Produits pharmaceutiques	20	0	0	25,0	39,9	66,4	14,6	0,05 %
PT Semen Indonesia (Persero) Tbk	Matériaux	Matériaux de construction	22	29,9	44,3	25,3	14,5	15,4	15,1	0,04 %
San Miguel Corp.	Industrie	Conglomérats industriels	23	25,3	31,6	31,2	20,9	27,3	16,0	0,01 %
Petron Corp.	Énergie	Pétrole, gaz et combustibles	24	26,5	39,3	25,3	20,7	27,7	15,1	0,00 %
Thai Oil Public Co. Ltd	Énergie	Pétrole, gaz et combustibles	24	28,2	41,9	25,2	20,1	27,1	14,5	0,06 %
Pt Wijaya Karya Beton Tbk	Matériaux	Matériaux de construction	24	29,6	43,5	25,7	18,7	23,4	15,6	0,00 %
PTT Global Chemical Plc	Matériaux	Produits chimiques	25	29,0	43,0	25,3	20,2	27,0	14,9	0,06 %
TPI Polene PCL	Matériaux	Matériaux de construction	25	27,9	41,7	25,0	21,4	29,8	14,6	0,00 %
The Ramco Cements Ltd	Matériaux	Matériaux de construction	25	35,7	52,4	25,8	14,0	15,1	14,4	0,20 %
PT Cemen Baturaja (Persero) Tbk Class B	Matériaux	Matériaux de construction	25	29,1	43,5	25,0	21,4	29,8	14,6	0,00 %

Portefeuille consolidé Obligations, ex. souveraines

SCORES ET INDICES DE RÉFÉRENCE - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS EX-SOUVERAINES

	Pondération	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pays de vente	Sensibilité météo	Risque sectoriel
Portefeuille						
Obligations, consolidé ex. souveraines	100,0 %	73,2	72,0	84,3	58,0	75,4
Indice de référence						
Indice Eurozone Investment Grade	51,6 %	68,2	63,8	81,2	55,4	70,2
Indice US Investment Grade	30,0 %	72,6	67,2	87,2	54,3	73,8
Indice US High Yield	9,1 %	74,6	72,5	89,4	59,0	78,0
Indice Euro High Yield	9,3 %	61,4	67,3	80,1	52,1	67,9
Total	100,0 %	69,5	65,9	83,6	55,1	71,8

COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS EX. SOUVERAINES CONTRE SON BENCHMARK



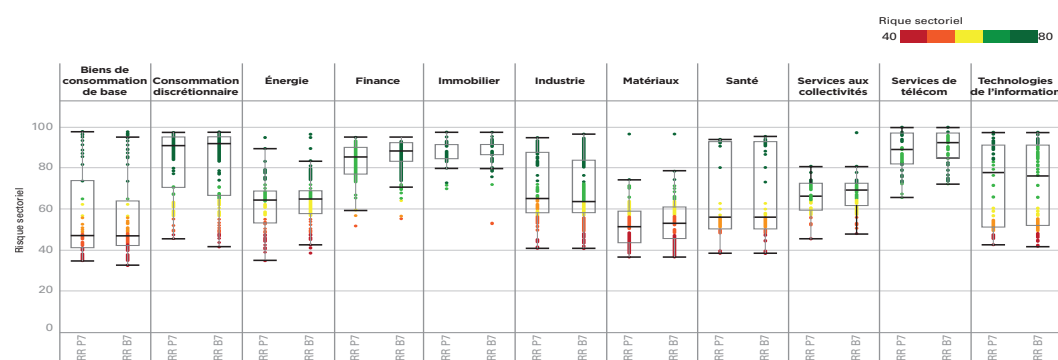
Le Portefeuille consolidé Obligations ex. souveraines a un score de performance nettement supérieur à celui de son indice, et ce rapport est constant parmi les quatre critères évalués.

La comparaison par secteur permet d'identifier une exposition au risque moins élevée ou similaire du portefeuille dans neuf secteurs sur onze. Les secteurs des Technologies de l'information et des Services aux collectivités

sont les seuls à obtenir des scores de performance plus faibles dans le portefeuille que dans son indice.

Le graphique ci-dessous permet aussi d'observer une plus faible pondération des secteurs à haut risque dans le portefeuille (Matériaux, Biens de consommation de base, Santé) et une pondération plus élevée du secteur de la Finance, un secteur à faible risque.

COMPARAISON ENTRE PORTEFEUILLE ET BENCHMARK PAR SECTEUR - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS EX. SOUVERAINES



SCORES DE RISQUE PHYSIQUE PAR SECTEUR ET PAR INDICATEUR - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS EX. SOUVERAINES



Les dix entreprises les plus à risque - Portefeuille consolidé Obligations, ex. Souveraines

Parmi ces dix entreprises, sept appartiennent au secteur des Biens de consommation de base et au groupe d'industries Produits alimentaires, boissons et tabac. Les trois entreprises restantes appartiennent à l'industrie des Produits chimiques et à celle du Pétrole, gaz et combustibles. Les entreprises de ces secteurs représentent des risques élevés du fait de leur consommation en ressources naturelles menacées par le changement

climatique. La majorité d'entre elles a aussi un processus de production concentré dans des pays à risque ainsi qu'une forte sensibilité météo (représentée par un faible score). L'entreprise la plus à risque ne présente qu'un faible risque de sensibilité météo (score élevé), mais son score global est faible dû à sa forte consommation en ressources naturelles.

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS À RISQUE - PORTEFEUILLE CONSOLIDÉ OBLIGATIONS EX. SOUVERAINES

Nom de l'entreprise	Secteur GICS	Industrie GICS	Risque sectoriel	Risque de marché	Pays de vente	Sensibilité météo	Chaîne de valeur	Pays d'origine	Ressources naturelles	Pondération
Kernel Holding SA	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	35	55	47	60,3	14,2	24,0	5,9	0,00 %
Reliance Industries Ltd.	Energie	Pétrole, Gaz et Combustibles	35	46,1	64,9	29,0	23,2	26,3	21,6	0,00 %
Bunge Ltd.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	35	53,1	79,4	25,0	16,3	20,8	13,2	0,05 %
Heineken Holding NV	Biens de consommation de base	Boissons	36	29,1	43,5	25,0	42,0	71,8	13,2	0,03 %
Royal DSM NV	Matériaux	Produits chimiques	37	50,7	74,4	26,4	22,3	30,1	15,9	0,05 %
Mondelez International Corp.	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	37	54,0	80,7	25,0	19,2	26,6	13,2	0,02 %
Asahi Group Ltd.	Biens de consommation de base	Boissons	37	50,2	74,2	25,7	23,3	33,3	14,6	0,10 %
Philip Morris International Inc.	Biens de consommation de base	Tabac	37	45,2	67,5	25,0	28,5	45,0	13,2	0,02 %
Minerva SA	Biens de consommation de base	Produits alimentaires	37	50,8	75,9	25,0	22,9	34,1	13,2	0,00 %
LANXESS AG	Matériaux	Produits chimiques	38	51,9	77,2	25,3	23,8	33,9	15,0	0,03 %

Mesurer le risque climatique physique dans le secteur financier : les risques opérationnels

DES RISQUES SECTORIELS AUX RISQUES OPÉRATIONNELS

La modélisation des risques sectoriels et la cartographie des risques constituent des outils pédagogiques utiles pour identifier les secteurs et les entreprises les plus vulnérables à certains effets du changement climatique. Néanmoins, les cartes des points chauds ne constituent qu'une première étape vers l'évaluation des risques physiques auxquels se trouvent exposés les portefeuilles financiers. En effet, cette approche ne permet pas d'estimer la perte maximale potentielle d'un portefeuille donné. De plus, elle n'est pas assez précise pour permettre aux gestionnaires de portefeuilles de sélectionner des titres et de modifier la composition d'un portefeuille afin de réduire son exposition au risque climatique.

Ainsi, le présent rapport inclut une analyse des risques opérationnels sur une partie du portefeuille passif (P4) et ses indices de référence. Cette nouvelle analyse permet d'attribuer des notations à chaque entreprise en fonction de l'exposition de ses actifs réels (sites de production, installations, magasins, etc.) aux effets physiques du changement climatique (cyclones, hausse du niveau de la mer, précipitations extrêmes, stress thermique et stress hydrique). Les notations attribuées aux entreprises en fonction des risques localisés et sectoriels permettent une analyse beaucoup plus fine qui facilite la prise de décision dans le but par exemple d'éliminer les éléments les plus à risque dans chaque portefeuille ou d'ouvrir un dialogue avec la direction des entreprises émettrices des

titres pour mieux comprendre leur stratégie de résilience. Une meilleure mesure du risque climatique intégrera à terme la vulnérabilité aux risques climatiques dans la cotation des entreprises sur les marchés.

Méthodologie des risques opérationnels

Le risque opérationnel est évalué par le biais d'une analyse détaillée de chaque site ou installation de l'entreprise. Les sites – usines, entrepôts, bureaux, sites d'exploitation, magasins, hôtels, etc. – sont évalués individuellement et l'entreprise est notée en fonction de son exposition globale sur l'ensemble de ses sites.

Indicateurs de risque opérationnel

Le changement climatique affecte les activités des entreprises à travers cinq vecteurs de risque principaux, que nous évaluons au moyen d'indicateurs de risque extraits de modèles climatiques du GIEC. Pour chaque indicateur, nous mesurons le changement entre les conditions historiques (1975-2005) et les projections futures sur la période 2020-2030 (ou 2040 pour la montée du niveau de la mer). En outre, 427 prend en compte le contexte socio-économique dans l'analyse des sites.

Chaque indicateur est normalisé sur une échelle de 0 à 100 qui compare des mesures de risque très différentes et permet d'identifier facilement les entreprises les plus exposées de par la localisation de leurs sites et leurs activités de production.

MÉTHODOLOGIE RISQUES OPÉRATIONNELS 427

Indicateur de risque	Impact sur les entreprises et leur chaîne de valeur	Sources des données	Échelle
Précipitations extrêmes	Risque d'inondations temporaires et occasionnelles menaçant non seulement les installations, mais aussi la capacité à fonctionner, à recevoir et à traiter des biens et des services pour la plupart des actifs des entreprises.	Modèles du GIEC (CMIP5) et de la NASA	25km ²
Montée du niveau de la mer	Risque d'inondations permanentes et/ou récurrentes pour les sites côtiers.	Climate Central	Site (30m ²)
Cyclones, ouragans et tempêtes	Exposition historique aux cyclones, ouragans et tempêtes, dont la fréquence et l'intensité sont vouées à augmenter en raison du changement climatique.	World Meteorological Organization ³¹	25km ²
Stress thermique	Le risque de canicule affecte les travailleurs, les consommateurs et les matériaux dans les domaines des infrastructures, de la construction et du tourisme. La chaleur affecte aussi la consommation d'énergie qui représente un facteur de coût déterminant pour de nombreux sites (tous secteurs confondus), où de grandes quantités d'énergie sont nécessaires pour assurer le refroidissement des équipements et alimenter le réseau d'équipements ou de machines.	Modèles du GIEC (CMIP5) et de la NASA	25km ²
Stress hydrique	Risque de pénurie d'eau, en particulier dans le cas de l'agriculture et des industries extractives, mais également dans celui de l'industrie manufacturière, des centres de données, des centrales électriques, etc.	WaterGAP3, Université de Francfort et Aqueduct (WRI)	Bassin versant
Risques socio-économiques	Les risques socio-économiques sont calculés en reprenant la méthode utilisée pour le calcul de l'indice risque pays et en excluant l'indicateur d'exposition au changement climatique pays.	Voir méthodologie de l'indice risque pays	Pays

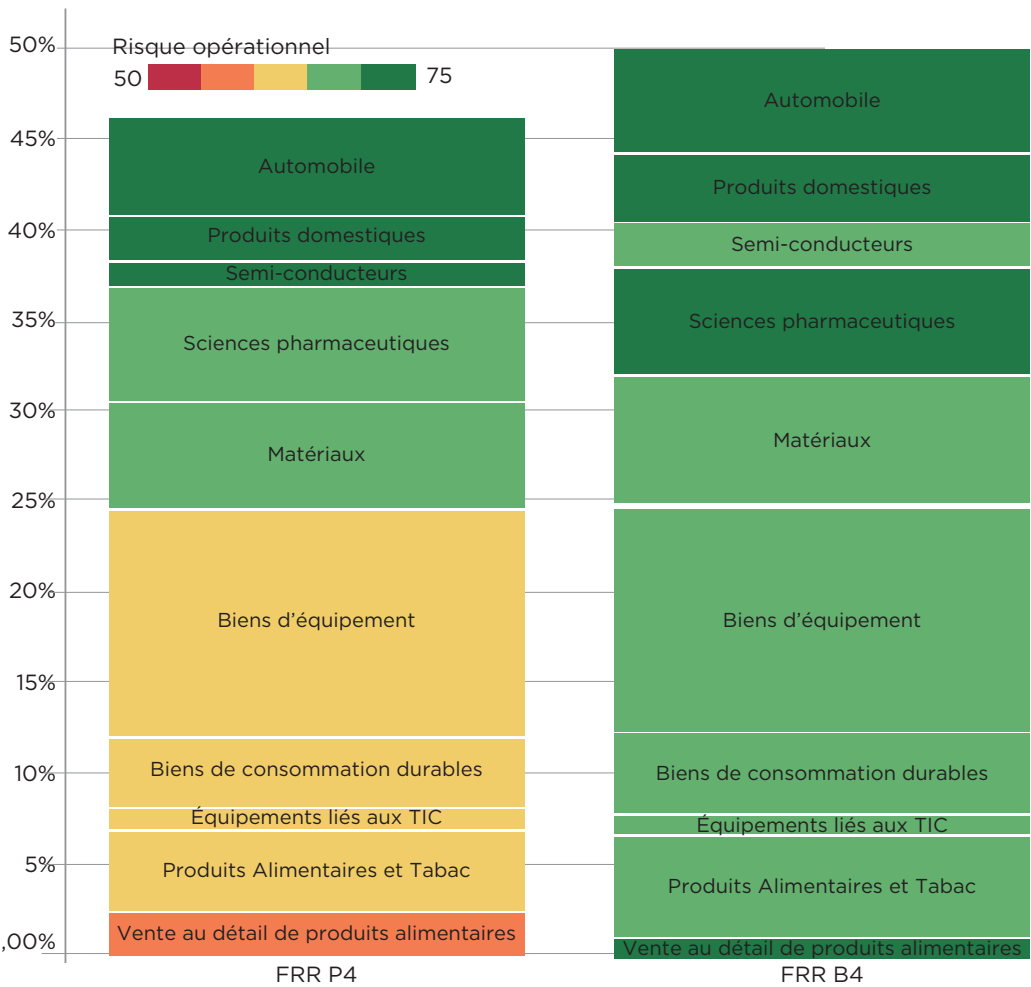
Résultats des risques opérationnels – Portefeuille Actions Développées Gestion Passive

Le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive a été choisi pour cette analyse car il est le portefeuille pour lequel Four Twenty Seven a le meilleur taux de couverture à la date de rédaction (76% de taux de couverture). Parmi les entreprises du portefeuille, Four Twenty Seven a sélectionné celles appartenant aux dix groupes d'industries les mieux couverts par ses données³¹.

Au total, les entreprises de ces dix groupes d'industries représentent 47% des investissements du portefeuille (et environ 51% de ceux de son indice). Toutes les comparaisons entre le portefeuille et l'indice sont effectuées uniquement pour les entreprises pour lesquelles Four Twenty Seven a un score de risque opérationnel (et des données sous-jacentes au niveau des installations).

³¹ Ces dix groupes d'industries sont les groupes de l'automobiles et composants automobiles, des Biens d'équipement, des Biens de consommation durable et d'habillement, des Matériaux, des Matériels et équipements liés aux technologies de l'information, des Produits alimentaires boissons et tabac, des Produits domestiques et de soins personnels, des Sciences pharmaceutiques biotechnologiques et biologique, des Semi-conducteurs et équipements de semi-conducteurs et de la vente au détail de produits alimentaires et de produits de première nécessité.

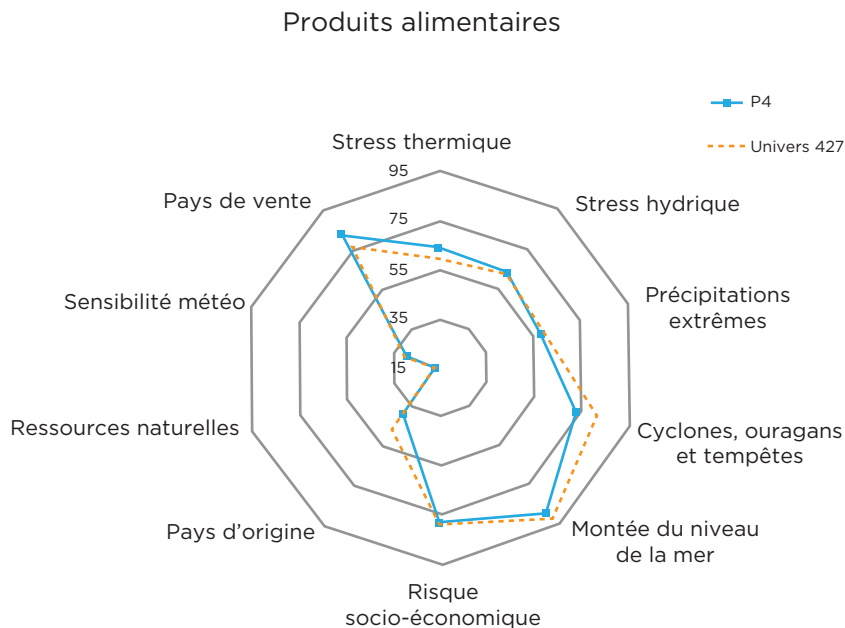
COMPARAISON RISQUE SECTORIEL RELATIF DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES, GESTION PASSIVE, CONTRE SON INDICE DE RÉFÉRENCE



Le portefeuille est légèrement plus exposé que son indice au risque opérationnel. Il obtient un score opérationnel de 65 contre 70 pour son indice. Cet écart s'explique principalement par une plus haute exposition au sein de chaque groupe d'industries. Par exemple, le groupe d'industries des Biens d'équipement est plus exposé au risque opérationnel dans le portefeuille. Cette observation

s'explique par la part proportionnellement plus importante d'entreprises de ce secteur situées en Amérique du Sud et en Asie du Sud et du Sud-Est, des zones géographiques plus exposées aux cyclones, aux inondations et aux stress hydrique et thermique. Le groupe d'industries des Biens d'équipement est aussi le groupe de cette analyse le plus représenté.

DISTRIBUTION THÉMATIQUE DES RISQUES DU PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE

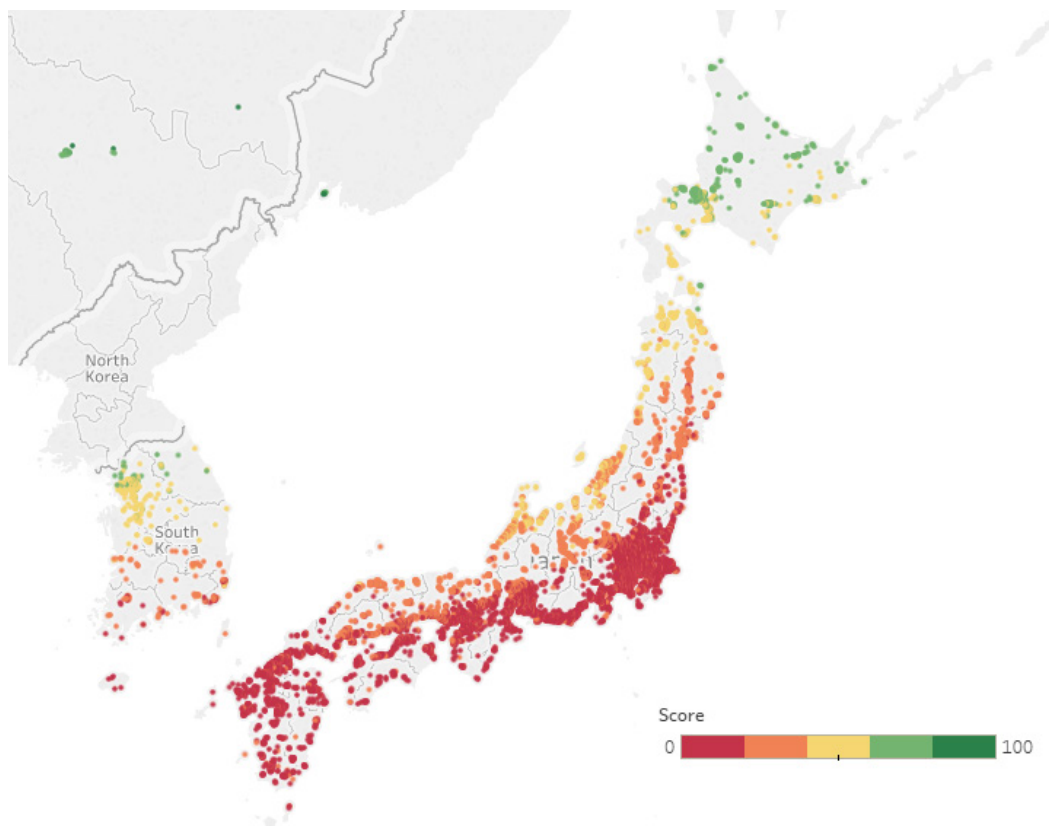


Les entreprises du portefeuille sont aussi plus exposées dans le groupe d'industries des Produits alimentaires, Boissons et Tabac. L'industrie de la boisson est plus risquée dans le portefeuille du fait de la présence de deux entreprises (Asahi Group Holdings et Kirin Holdings Co.), localisées au Japon et fortement exposées au risque de cyclones, d'ouragans et de tempêtes ainsi qu'au risque de précipitations extrêmes. P4 a aussi une plus forte pondération de l'entreprise Coca-Cola Amatil qui concentre ses sites en Indonésie, Malaisie et Australie et est donc exposée au stress thermique et au stress hydrique.

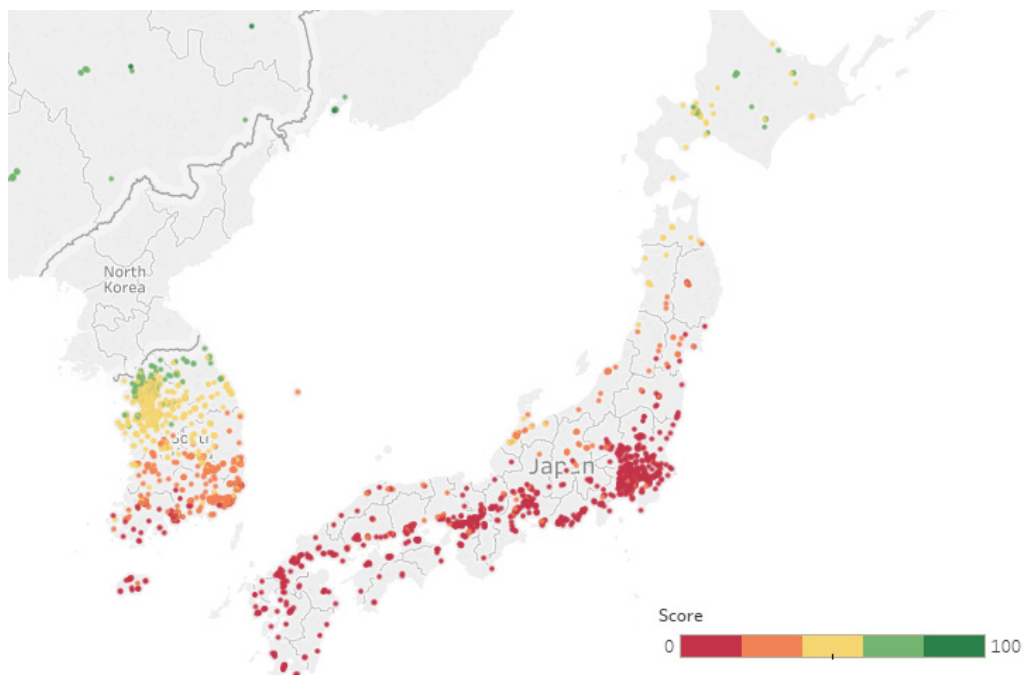
En comparaison avec les entreprises de l'ensemble de la base de données 427, l'industrie des Produits alimentaires présente aussi plus de risques. Alors que la différence de score

sectoriel est relativement faible, les sites des entreprises du Portefeuille Actions Développées Gestion Passive sont plus exposés au risque de cyclones, tempêtes et ouragans, de montée du niveau de la mer et de précipitations extrêmes. Ces résultats s'expliquent par une forte concentration des sites des entreprises du portefeuille en Asie de l'Est, particulièrement au Japon, dans le sud de la Chine, sur les côtes vietnamiennes et dans le sud-est des États-Unis. Ainsi, 45% des sites des entreprises de production alimentaire du portefeuille sont exposés au risque de cyclones et 15% d'entre eux à la montée du niveau de la mer. Au total, les entreprises opèrent des sites plus concentrés en Asie, avec plus de dix fois plus de sites au Japon et environ deux fois plus en Inde par exemple (cf. cartes ci-après).

CARTE DES RISQUES DE CYCLONES - JAPON ET CORÉE DU SUD - PORTEFEUILLE



CARTE DES RISQUES DE CYCLONES - JAPON ET CORÉE DU SUD - BENCHMARK



Dans le secteur Pharmaceutique, si l'on compare une des entreprises les moins exposées

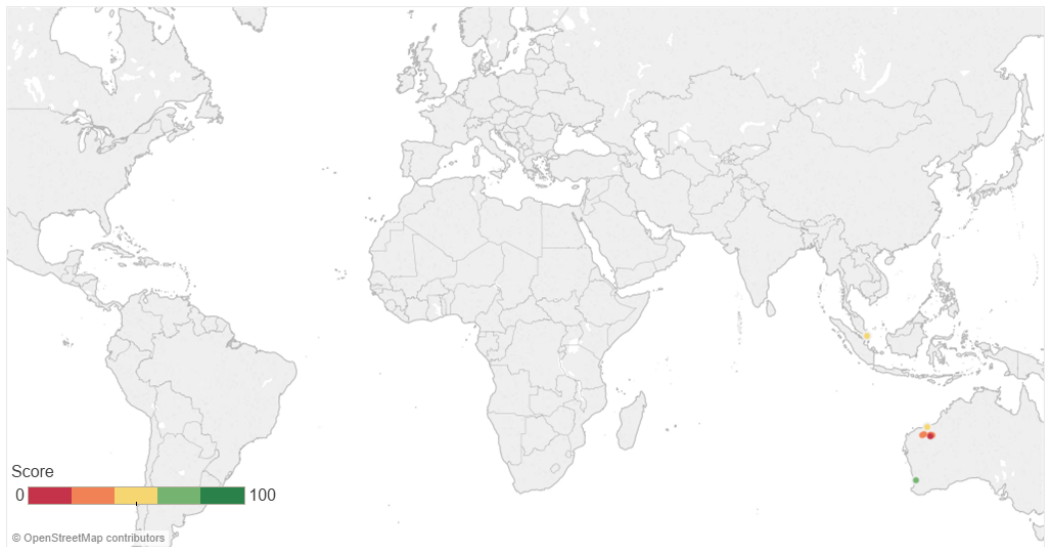
mière sont principalement situés dans le nord de l'Europe alors que ceux de la seconde sont principalement concentrés au Vietnam et en Indonésie.

En revanche, P4 est plus performant dans le secteur des Matériaux. La plus forte exposi-

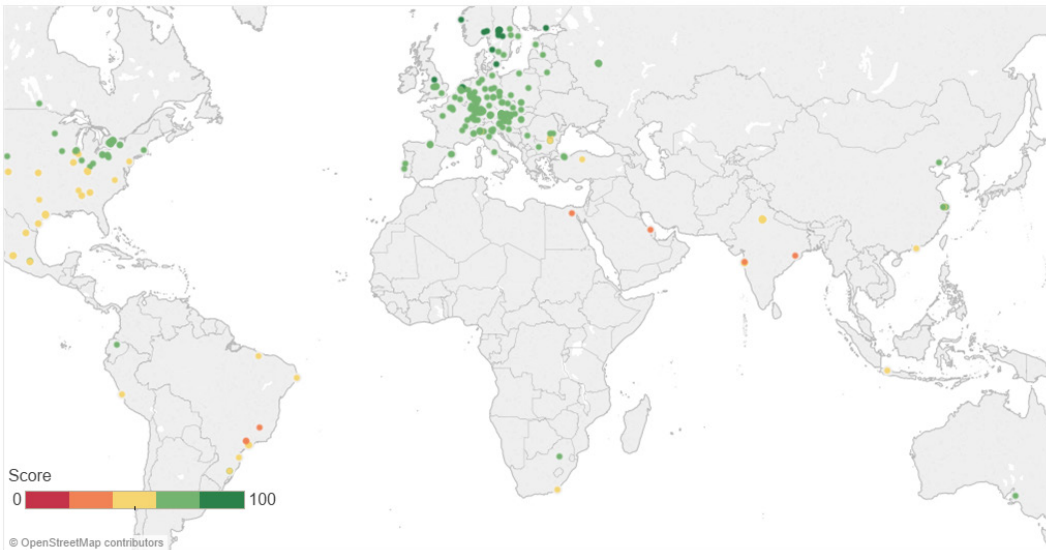
Orkla avec une des plus exposées ajinomoto, on constate que les sites de la pre-

tion de l'industrie des Produits chimiques dans le portefeuille est compensée par une pondération plus importante de l'industrie à faible risque des Produits issus du papier et de la forêt et d'une plus faible pondération de l'industrie à très haut risque des Emballages et conteneurs.

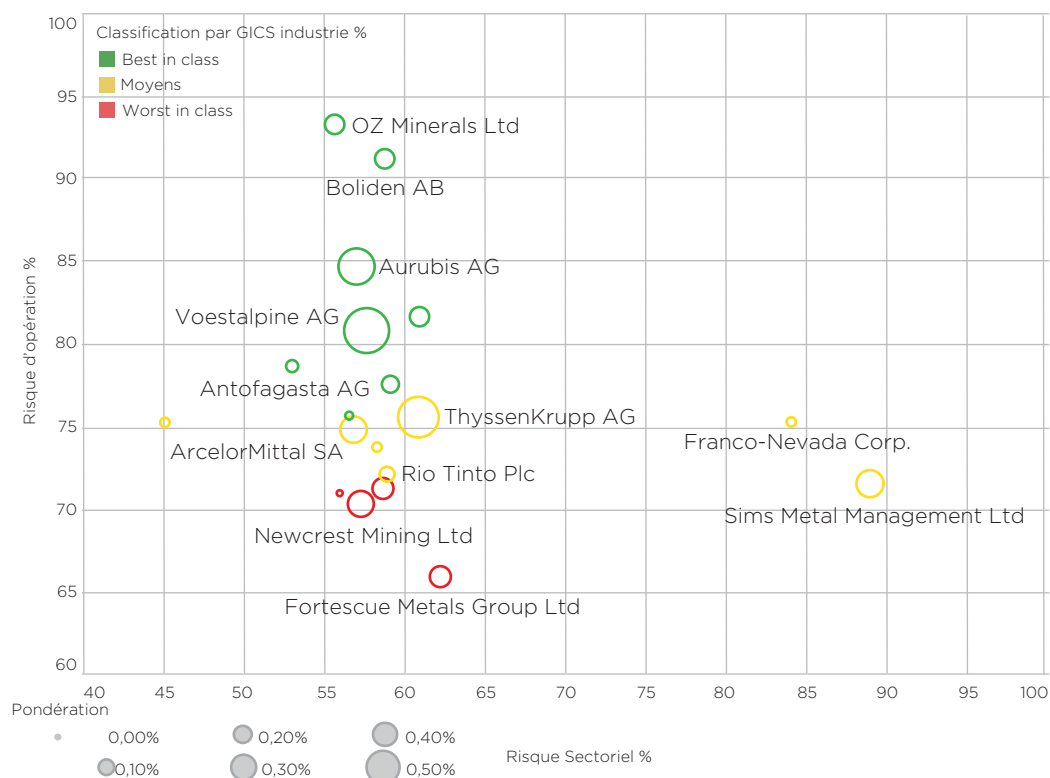
STRESS THERMIQUE ENTREPRISE - FORTESCUE METALS GROUP



STRESS THERMIQUE ENTREPRISE VOESTALPINE AG



RISQUE GLOBAL PAR ENTREPRISE

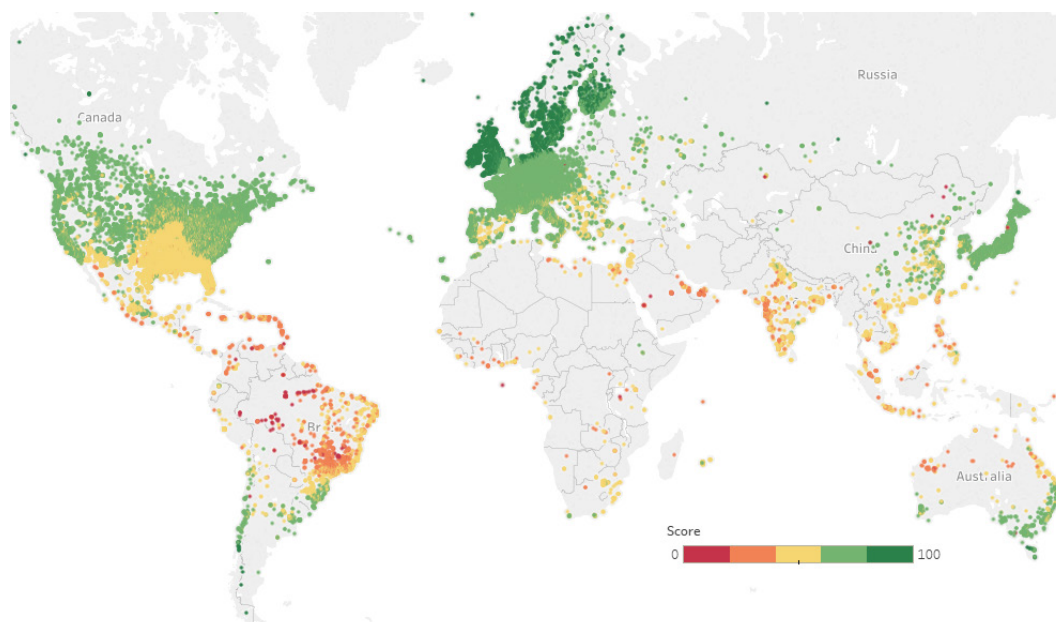


Le portefeuille obtient aussi un meilleur score pour l'industrie des Métaux et l'exploitation minière. Cette industrie est particulièrement vulnérable aux phénomènes de canicule, dus à une importante part de travaux manuels nécessaires à son fonctionnement. Le niveau de risque de canicule des sites est déterminant dans le calcul final du score opérationnel des entreprises de cette industrie. Ainsi, l'entreprise Fortescue Metals Group, qui détient le score opérationnel le plus faible, est présente principalement dans les zones arides de l'Ouest australien. À l'inverse, l'entreprise moins à risque

Voestalpine détient des sites plus dispersés géographiquement. Sa présence au Moyen-Orient, en Inde et au Brésil est compensée par un grand nombre de sites situés en Europe.

Enfin, les entreprises du portefeuille possèdent aussi une plus grande proportion de sites en Amérique latine, notamment au Brésil. Ces zones géographiques sont particulièrement exposées aux cyclones, au risque d'inondations liées aux précipitations extrêmes, au stress hydrique et au stress thermique.

STRESS THERMIQUE - PORTEFEUILLE



Les dix entreprises les plus à risque

Le tableau suivant présente les dix entreprises les plus exposées au risque opérationnel dans le Portefeuille Actions Développées Gestion Passive³². On note une surreprésentation du secteur des Biens de consommation de base, avec cinq entreprises sur dix appartenant à ce secteur. Parmi ces cinq entreprises, trois font partie de l'industrie des Produits alimentaire, ce qui reflète la forte sensibilité du secteur de l'agroalimentaire au changement climatique. Le secteur des Technologies de l'information revient, quant à lui, à trois reprises dans le tableau. On remarque aussi que les entreprises avec une faible quantité de sites sont les entreprises les plus à risque du classement.

En effet, ces entreprises ont des sites exclusivement concentrés dans des zones à risque et ne profitent pas d'une dispersion de leurs sites incluant des régions du monde moins risquées. Enfin, l'analyse géographique des dix entreprises avec le score opérationnel le plus élevé permet de constater, à nouveau, la surreprésentation de l'Asie et en particulier du Japon due à son exposition élevée aux cyclones, ouragans et tempêtes.

Il faut néanmoins noter que l'exposition et la sensibilité sont des dimensions importantes de la vulnérabilité au changement climatique, mais qu'elles ne disent rien de la capacité de chaque entreprise à anticiper et à se préparer aux éventuels impacts du changement climatique.

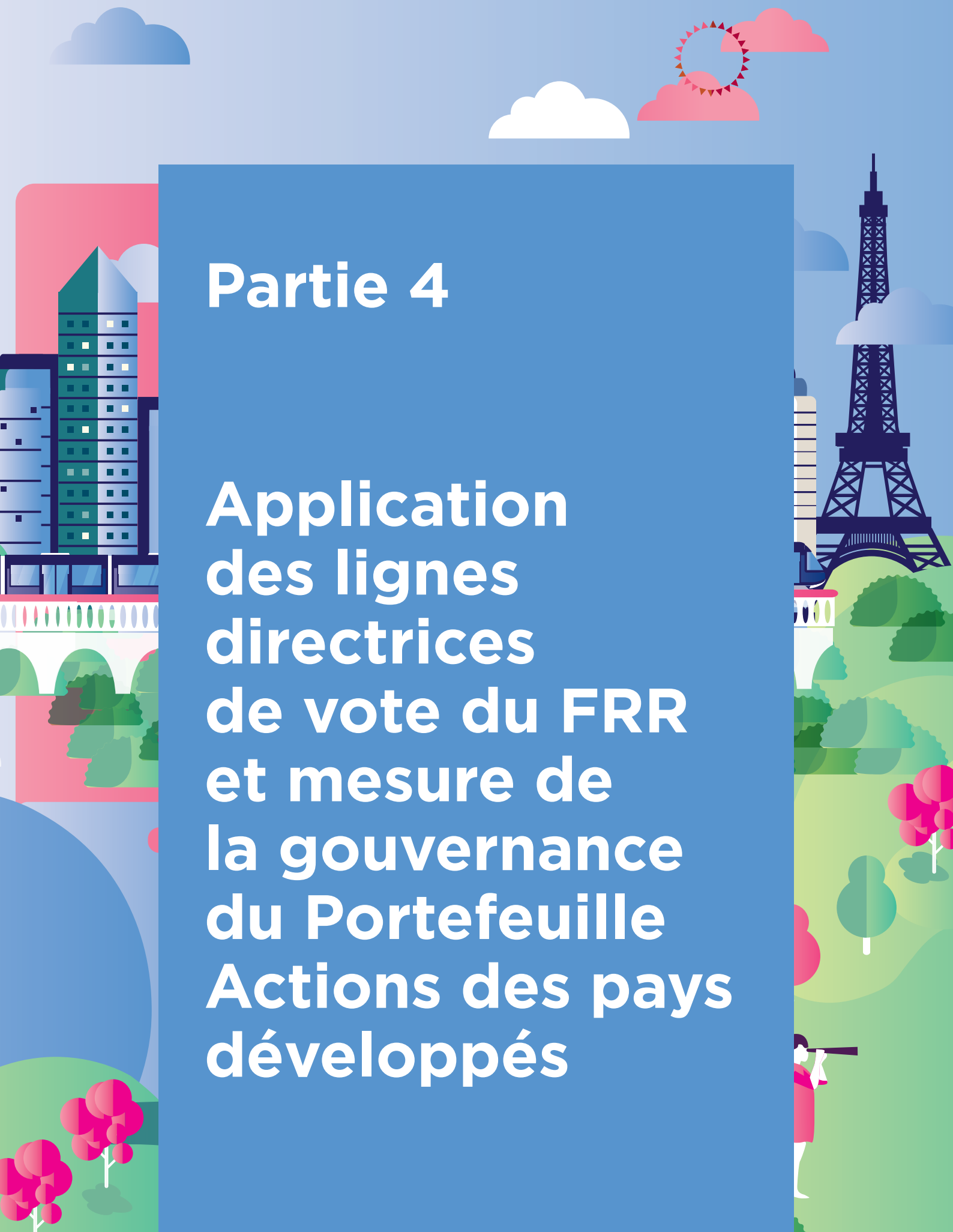
³² Ont été exclues de ce classement les entreprises classées « conglomérats industriels » pour lesquelles les données sur la localisation géographique des installations sont lacunaires.

LES DIX ENTREPRISES LES PLUS EXPOSÉES AU RISQUE OPÉRATIONNEL - PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES GESTION PASSIVE

Nom de l'entreprise	GICS Industrie	GICS Secteur	Risque d'opération	Montée du niveau de la mer	Cyclones, ouragans et tempêtes	Stress hydrique	Stress thermique	Précipitations extrêmes	Risques socio-économiques	Risque sectoriel	Pondération	Nombre de sites
China Mengniu Dairy Co., Ltd	Produits alimentaires	Biens de consommation de base	23	60,0	10,7	74,1	54,8	25,7	48,2	29	0,02 %	1,0
Uni-President China Holdings Ltd.	Produits alimentaires	Biens de consommation de base	25	60,0	14,3	74,1	58,5	24,7	48,2	27	0,02 %	1,0
Want want China Holdings Ltd	Produits alimentaires	Biens de consommation de base	36	73,3	33,5	66,9	62,2	28,8	48,2	34	0,03 %	3,0
Semiconductor Manufacturing International Corp.	Semi-conducteurs et équipements de semi-conducteurs	Technologies de l'information	36	100,0	15,1	58,6	57,2	34,5	48,2	40	0,02 %	2,0
Yue Yuen Industrial (Holdings) Ltd	Boissons	Consommation discrétionnaire	40	74,3	58,3	68,3	44,7	30,6	48,6	42	0,04 %	7,0
Sun Art Retail Group Ltd	Produits de soin personnel	Biens de consommation de base	41	80,0	41,1	62,1	64,2	32,3	48,2	51	0,07 %	4,0
Asahi Kasei Corp.	Produits alimentaires	Matériaux	44	59,4	43,5	58,3	55,0	62,2	76,6	45	0,00 %	21,0
Vtech Holdings Ltd	Produits chimiques	Technologies de l'information	49	74,4	52,0	67,6	61,2	43,6	68,6	50	0,06 %	16,0
AAC Technologies Holdings, Inc.	Produits alimentaires	Technologies de l'information	49	80,4	55,5	56,4	57,7	52,4	59,9	51	0,05 %	23,0
Lion Corp.	Boissons	Biens de consommation de base	49	79,4	27,7	62,9	64,8	58,8	83,6	47	0,00 %	88,0

Partie 4

Application des lignes directrices de vote du FRR et mesure de la gouvernance du Portefeuille Actions des pays développés



Exercice des droits de vote

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

- L'intérêt pour le FRR de participer activement à l'amélioration de la gouvernance des entreprises dans lesquelles il investit. Celle-ci cherche, en effet, à promouvoir la clarté et l'équilibre des pouvoirs des instances dirigeantes de ces dernières ainsi que la qualité des informations fournies aux actionnaires, le respect de leurs droits et de l'intégrité de leurs votes. Elle est, en conséquence, l'un des éléments qui contribuent fortement à la pérennité de la communauté que constituent les entreprises, à la continuité de la stratégie qu'elles conduisent, à la manière dont elles exercent leurs responsabilités vis-à-vis de l'ensemble de leurs parties prenantes. Tous ces éléments contribuent directement à leur bonne valorisation dans l'avenir.
- Le fait que le FRR soit un investisseur de long terme. Il a choisi de privilégier dans la structure de portefeuille et ses mandats de gestion correspondant à la stratégie d'allocation d'actifs décidée par le Conseil de surveillance, une approche active reposant sur une analyse des perspectives fondamentales de valorisation des titres en capital et de dette émise par les différentes catégories d'émetteurs. Il est donc logique que cet horizon soit aussi pris en compte par les gestionnaires dans l'application qu'ils feront au cas par cas des orientations contenues dans les principes d'exercice des droits de vote, en particulier, quand il s'agira d'apprécier la pertinence d'opérations financières touchant le capital des entreprises.

- Enfin, les efforts d'amélioration de la gouvernance des entreprises, qu'ils proviennent de ces dernières, des législateurs ou des régulateurs, se sont accrues ces dernières années. Il est nécessaire qu'ils se poursuivent. L'exercice actif des droits de vote du FRR doit, cependant, prendre en compte de manière pragmatique les conditions concrètes existantes sur chaque marché, notamment en fonction de la capitalisation des émetteurs, et des différences significatives qui peuvent exister en matière de droit des sociétés et au niveau des pratiques de gouvernance d'entreprise des pays concernés.

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

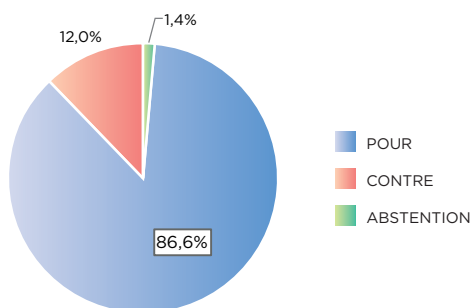
Le FRR travaille sur la notation de la qualité de la gouvernance de son Portefeuille Actions des pays développés. Cette approche nouvelle et analytique permettra au FRR de mieux comprendre les composantes essentielles de la gouvernance de ce portefeuille.

Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés par les gestionnaires d'actifs qu'il a sélectionnés, et ce dans les seuls intérêts du Fonds. Le vote aux assemblées générales est l'un des axes historiques du FRR, Investisseur Responsable depuis 2005. Cette activité exercée par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de voter en 2017 sur 37 258 résolutions dans les 32 pays qui composent son Portefeuille Actions des pays développés.

Le FRR est exposé aux actions des pays émergents à travers la détention de parts d'organismes de placements collectifs. Contrairement aux mandats de gestion de portefeuille, ces fonds (OPCVM) possèdent leur propre politique de vote, qui ne correspond pas nécessairement aux lignes directrices édictées par le FRR.

Les statistiques présentées ci-dessous illustrent le positionnement du Portefeuille Actions des pays développés au cours de l'année 2017.

Positionnement du Portefeuille Actions (CAP) des pays développés sur les assemblées générales 2017



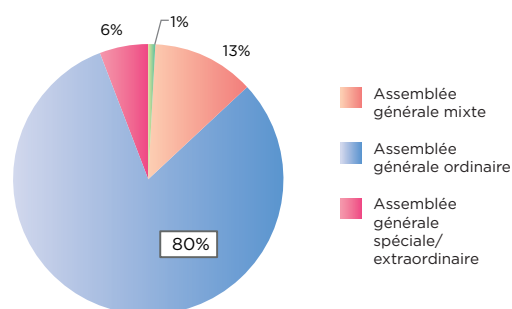
Avec 86,6% de votes en faveur (POUR) des résolutions présentées en assemblée générale, ce portefeuille se comporte sensiblement de la même manière que celui analysé en 2016.

La plupart des votes contre portent sur des résolutions concernant les rémunérations, l'élection et la nomination des administrateurs, et pour finir les opérations ayant un impact sur la modification du capital de la société. Finalement, les zones de contestation restent souvent les mêmes d'une année sur l'autre, et ce n'est pas tant la résolution qui est contestée que le manque de transparence dans sa mise en œuvre.

Par exemple, en matière de rémunérations, si le montant peut être contestable, c'est avant

tout le manque de transparence et de communication de la direction qui sera sanctionné. En effet, l'absence d'information et de transparence ne permet pas aux actionnaires de se positionner sur le caractère raisonnable, proportionné et durable de ces rémunérations (fixes ou variables). Le FRR, par l'intermédiaire de ses gestionnaires, encourage le cercle vertueux de la transparence et de la communication.

Répartition par type d'assemblée générale



De la même manière, concernant les opérations portant sur la modification du capital, les contestations arrivent souvent lorsque la direction souhaite s'affranchir des limites raisonnables et raisonnées d'une telle opération. Par exemple, les autorisations sont demandées y compris en période d'offres publiques (« poison pill »).

Enfin, concernant les résolutions externes ou celles portant sur des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance, le FRR est très attentif aux propositions de vote de ses gestionnaires.

Il observe un réel engagement de ses gestionnaires en la matière et notamment le soutien des demandes permettant de mieux comprendre l'inscription de l'activité de la société face aux changements et aux enjeux climatiques, sociaux et environnementaux.

Mesure de la gouvernance du Portefeuille Actions des pays développés

PRÉSENTATION DE LA MÉTHODOLOGIE DE QUALITYSCORE®

QualityScore® est un outil d'analyse permettant d'identifier les risques liés à la gouvernance des entreprises d'un portefeuille. L'analyse porte exclusivement sur :

- la composition du conseil d'administration ;
- les modalités de rémunérations ;
- les droits des actionnaires ;
- l'audit.

Les quatre catégories de QualityScore® reposent sur des sous-catégories, elles-

mêmes composées d'environ 220 critères qui intègrent les spécificités de la gouvernance des pays couverts. Chaque critère est pondéré au regard de l'impact des pratiques de gouvernance et des standards propres à chaque région. La méthodologie retenue est la même que celle utilisée pour établir le référentiel de vote de la politique d'ISS.

À l'issue de l'analyse, est attribuée à chacune des quatre catégories une note allant de 1 (bonne note) à 10 (mauvaise note).

Les émetteurs sont invités à revoir et à vérifier les données intégrées dans le système d'ISS.

Composition du conseil	Modalités de rémunération	Droits des actionnaires	Audit
<ul style="list-style-type: none"> • Composition du conseil d'administration • Composition des comités • Pratiques du conseil d'administration • Politiques mises en place par le conseil d'administration • Conventions réglementées 	<ul style="list-style-type: none"> • Rémunération liée à la performance • Rémunération non fondée sur la performance • Contrôle du risque de l'allocation d'actions • Communication et information relative à la rémunération du management non exécutif • Modalités de résiliation du contrat • Controverses sur les salaires • Autres questions sur les indemnités 	<ul style="list-style-type: none"> • Une action une voix • Mesures anti-OPA • Problèmes relatifs aux assemblées générales et aux votes • Autres problèmes relatifs aux droits des actionnaires 	<ul style="list-style-type: none"> • Auditeur externe • Controverses sur l'audit et la comptabilité • Autres problèmes relatifs à l'audit

En matière de couverture, l'analyse de QualityScore® couvre un peu plus de 5600 entreprises cotées sur 30 marchés. Par ailleurs, l'analyse couvre les principaux indices régionaux.

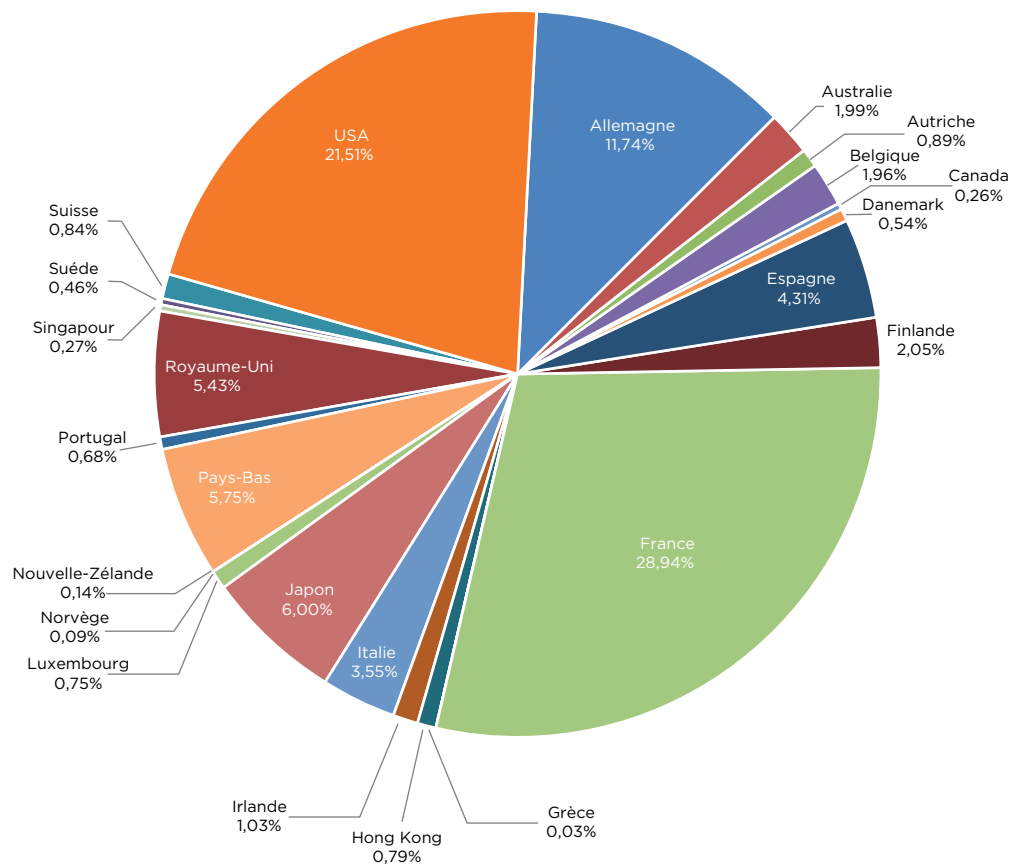
COUVERTURE DU PORTEFEUILLE DU FRR

21,21% des valeurs du portefeuille de référence ne sont pas couvertes par l'analyse de QualityScore®, soit 366 sociétés représentant

un encours sous gestion d'un peu plus de 1 milliard d'euros.

L'analyse effectuée par QualityScore® a porté sur 24 pays du portefeuille actions du FRR contre 32 pays présents normalement en portefeuille. La répartition ci-dessous a été effectuée en fonction du poids des détentions. Il s'agit du portefeuille enrichi par l'analyse QualityScore®.

POIDS DES DÉTENTIONS ANALYSÉES (PAR ISS) PAR PAYS DANS LE PORTEFEUILLE DU FRR AU 31/12/2017



NOTE GLOBALE DES PORTEFEUILLES ACTIONS ANALYSÉS PAR PAYS

Note par pays, tous secteurs confondus	Poids des pays dans le portefeuille au 31/12/2017	Note globale pour l'ensemble des thèmes
Allemagne	11,7%	5,5
Australie	2,0%	4,2
Autriche	0,9%	6,0
Belgique	2,0%	5,1
Canada	0,3%	5,0
Danemark	0,5%	5,1
Espagne	4,3%	3,8
Finlande	2,0%	4,0
France	28,9%	5,9
Grèce	0,0%	9,0
Hong Kong	0,8%	5,8
Irlande	0,8%	6,0
Italie	3,6%	4,3
Japon	6,0%	4,9
Luxembourg	0,8%	7,1
Norvège	0,1%	6,0
Nouvelle-Zélande	0,1%	4,6
Pays-Bas	5,7%	2,4
Portugal	0,7%	6,3
Royaume-Uni	5,4%	4,9
Singapour	0,3%	1,4
Suède	0,5%	5,9
Suisse	0,8%	4,3
USA	21,5%	5,2
Total général	100%	5,01

L'analyse de QualityScore® couvre 24 secteurs d'activité.

Le tableau ci-après fournit le poids des différentes lignes du portefeuille par secteur d'activité en fonction du montant investi et du nombre de lignes. La première idée est de voir si le montant investi dans un secteur est reflété par le nombre de ligne (concentration).

Sur ce point, les écarts sont finalement faibles. On peut donc dire que plus le montant investi dans un secteur est important plus le nombre de ligne (valeurs investies) est lui aussi important. La moyenne globale des notations QualityScore® une fois pondérée par les détentions suit naturellement cette même évolution.

Les notes communiquées par QualityScore® tous secteurs confondus et portant sur le comité d'audit sont toutes inférieures à 3. Ainsi, quel que soit le pays, ces informations sont globalement communiquées de façon transparente. Sauf à constater des extrêmes, les notes ne montent pas au-dessus de 3. Il semblerait qu'au niveau européen, les comités d'audit soient de plus en plus soumis à une observation attentive de la part des actionnaires, notamment, ceux susceptibles de travailler sur les rémunérations.

Les notes relatives au respect des droits des actionnaires, sont globalement bonnes et sous la note de 5. Ces notes sont comprises entre 3,5 (meilleures notes) et 5 (moins bonnes).

Les sujets plus controversés sont ceux portant sur la rémunération et la composition du conseil.

Ces points sont précisés dans le tableau ci-après.

Sujet très controversé, moyenne des notes supérieures à 5,12/10



Sujet faiblement controversé dont la note est inférieure à 2,5/10

ANALYSE SECTORIELLE DE LA GOUVERNANCE DU PORTEFEUILLE

Secteur d'activité	Nombre de sociétés en portefeuille	Poids de la détention dans le portefeuille au 31/12/2017	Moyenne des notes pour le thème : composition du conseil	Moyenne des notes pour le thème : rémunération	Moyenne des notes pour le thème : droit des actionnaires	Moyenne des notes pour le thème : audit
Alimentaire et biens de consommation	28	2,1%	5,2	5,5	4,7	2,8
Aliments, boissons et tabac	51	3,8%	5,9	5,0	4,6	2,5
Assurance	68	4,9%	4,4	4,3	3,8	2,2
Automobile et accessoires	48	4,7%	5,8	5,3	5,1	2,7
Autres services financiers	72	3,8%	4,8	5,2	4,5	2,3
Banque	69	8,9%	3,3	3,1	4,2	2,9
Biens d'équipement	156	11,8%	5,2	4,7	4,7	2,2
Biens de consommation durable et vêtements	57	3,6%	5,8	5,8	4,5	1,8
Distribution	44	2,2%	5,6	6,2	4,1	1,9
Énergie	62	5,2%	4,7	4,2	4,4	1,7
Équipement et technologie	34	2,4%	4,6	4,9	4,1	1,4
Immobilier	71	2,9%	5,4	4,1	5,1	1,4
Industrie du commerce	40	2,6%	4,9	4,6	4,3	2,0
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	57	6,2%	4,9	5,2	4,9	2,4
Logiciel et services	83	6,9%	5,6	5,7	4,4	2,0
Matériaux	103	6,1%	5,0	4,5	4,3	2,2
Médias	42	2,6%	6,1	6,5	4,4	1,9
Produits ménagers et personnels	19	1,7%	5,7	6,1	4,8	1,6
Semi-conducteurs et Équipement	21	1,1%	5,0	4,4	3,9	1,1
Services au consommateur	39	1,3%	5,9	5,6	3,8	2,1
Services aux collectivités	45	4,2%	4,2	4,6	4,2	1,9
Services et équipements de santé	65	4,4%	5,7	5,3	4,7	1,5
Télécommunication services	34	3,3%	4,9	4,9	4,6	2,2
Transport	52	3,1%	5,1	5,1	4,9	1,8
Total général	1360	100%	5,1	4,9	4,5	2,1

Notations des principaux pays européens analysés par QualityScore®

Les **quinze pays** membre de l'Union européenne (auxquels s'ajoutent la Norvège et la Suisse – hors UE, et hors zone euro) analysés par QualityScore® représentent **69%** des encours du portefeuille analysé par QualityScore® et **45%** des titres du portefeuille analysés (618 sur 1360).

Malgré des réglementations locales propres à chaque pays et donc sensiblement différentes, l'uniformisation induite par l'Europe permet d'établir un socle de valeurs communes. Cette proximité réglementaire laisse espérer une plus grande cohérence dans la « comparabilité » des notes, que ce soit entre les pays ou entre les différents secteurs d'activité. En partant de ce postulat, nous effectuerons une analyse comparative sectorielle à l'échelle de ces 17 pays.

Remarque : les notes sectorielles dépendent de la concentration des investissements dans un secteur donné (montant des encours investis par valeur). Un faible nombre de valeurs accentue nécessairement les extrêmes

et donc les notes positives proches de 1 et celles négatives proches de 10. Si un secteur est vivement controversé, ou si une société d'un secteur est vivement controversée dans un pays donné, et que le FRR est faiblement investi sur ce pays et/ou sur ce secteur, mécaniquement la note tendra vers les extrêmes.

Ainsi la France, avec ses 153 lignes aura tendance à gommer ces extrêmes et obtenir ainsi une note moyenne de meilleure qualité que certains pays qui auraient pourtant des politiques en matière de gouvernance plus restrictives et donc meilleures. Au sein même de certains secteurs, des pays peuvent tirer la moyenne plus ou moins vers le haut ou le bas. Une analyse pays/secteur est donc nécessaire. Une explication sur la concentration pays de la ligne sera nécessaire afin d'expliquer une note extrêmement bonne ou extrêmement mauvaise. Quoi qu'il en soit, les résultats obtenus selon cette méthodologie doivent être circonstanciés.

PAYS REPRÉSENTANT PLUS DE 50% INVESTIS PAR LE FRR ET ANALYSÉS PAR QUALITYSCORE®

France

France	Part des encours en %	Note moyenne globale
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	6,8%	7,43
Biens de consommation durable et vêtements	6,8%	7,33
Aliments, boissons et tabac	3,9%	7,29
Produits ménagers et personnels	2,1%	7,00
Semi-conducteurs et Equipements	0,0%	7,00
Services et équipements de santé	4,2%	6,71
Matériaux	2,3%	6,71
Services au consommateur	1,5%	6,60
Transport	2,8%	6,50
Alimentaire et biens de consommation	1,7%	6,50
Industrie du commerce	6,0%	6,27
Logiciel et services	8,4%	6,23
Autres services financiers	2,0%	6,17
Télécommunication Services	2,6%	6,00
Biens d'équipement	15,2%	5,52
Automobile et accessoires	6,5%	5,43
Services aux collectivités	2,9%	5,20
Distribution	1,1%	5,00
Médias	3,7%	4,78
Assurance	4,3%	4,25
Énergie	3,8%	4,00
Équipements et technologie	0,9%	3,67
Immobilier	3,9%	3,57
Banque	6,7%	2,33
Total France	100%	5,9

QualityScore® a permis l'analyse de **153 valeurs françaises** de 24 secteurs d'activité sur les 179 valeurs au 31/12/2017 dans le portefeuille du FRR. Cela représente 85,4 % des sociétés françaises du portefeuille initial. Parmi les 153 valeurs françaises analysées, le FRR a décidé

de se concentrer sur les sociétés dont la note globale est supérieure ou égale à 7 sur 10. En utilisant ce filtre, qui représente 30 % des lignes du portefeuille analysées par QualityScore®, le FRR couvre 42 sociétés de la poche actions France.

Moyenne des notes globales pour l'ensemble des thèmes	Moyenne des notes pour le thème : composition du conseil	Moyenne des notes pour le thème : rémunération	Moyenne des notes pour le thème : droit des actionnaires	Moyenne des notes pour le thème : Audit
5,86	5,92	5,86	5,52	2,29

En plaçant un filtre sélectif sur la note moyenne globale de 7/10, **cinq secteurs** ressortent comme ayant une gouvernance controversée :

- Aliments, Boissons et Tabac ; Biens de consommation durable et vêtements ;
- Industrie pharmaceutique, biotechnologie ;
- Produits ménagers et personnels ;
- Semi-conducteurs & équipements.

Secteur d'activité	Nombre de société	Poids du secteur dans le portefeuille au 31/12/2017 en %	Moyenne des notes globales pour l'ensemble des thèmes	Moyenne des notes pour le thème : composition du conseil	Moyenne des notes pour le thème : rémunération	Moyenne des notes pour le thème : droit des actionnaires	Moyenne des notes pour le thème : audit
Alimentaire et biens de consommation	2	1,7%	6,50	8,00	6,50	4,50	1,00
Aliments, boissons et tabac	7	3,9%	7,29	7,57	6,71	6,86	3,29
Assurance	4	4,3%	4,25	4,25	4,50	3,25	2,00
Automobile et accessoires	7	6,5%	5,43	5,43	5,29	6,00	1,57
Autres services financiers	6	2,0%	6,17	6,17	5,33	5,50	2,33
Banque	3	6,7%	2,33	3,33	1,00	2,00	4,00
Biens d'équipement	21	15,2%	5,52	5,67	5,33	5,62	2,52
Biens de consommation durable et vêtements	9	6,8%	7,33	6,78	7,78	6,11	3,22
Distribution	4	1,1%	5,00	4,50	7,00	4,75	4,00
Énergie	3	3,8%	4,00	4,67	4,00	3,00	1,00
Équipement et technologie	3	0,9%	3,67	3,67	5,00	4,33	2,33
Immobilier	7	3,9%	3,57	4,57	3,00	3,00	1,00
Industrie du commerce	11	6,0%	6,27	6,18	6,09	6,45	2,09
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	7	6,8%	7,43	7,43	7,00	6,57	1,57
Logiciels et services	13	8,4%	6,23	6,23	6,08	5,69	2,23
Matériaux	7	2,3%	6,71	7,00	6,43	6,43	3,29
Médias	9	3,7%	4,78	4,22	7,11	4,44	1,44
Produits ménagers et personnels	2	2,1%	7,00	8,00	6,00	4,50	3,00
Semi-conducteurs & équipements	1	0,0%	7,00	7,00	7,00	4,00	1,00
Services au consommateur	5	1,5%	6,60	6,80	7,20	4,40	1,80
Services aux collectivités	5	2,9%	5,20	6,00	3,80	5,60	2,60
Services et équipements de santé	7	4,2%	6,71	6,14	6,86	7,14	3,29
Télécommunication services	2	2,6%	6,00	5,50	6,50	6,50	1,00
Transport	8	2,8%	6,50	6,38	6,13	7,00	1,50
Total général	153	100%	5,86	5,92	5,86	5,52	2,29

États-Unis

USA	Part des encours en %	Note moyenne globale
Médias	2,0%	8,55
Équipements et technologie	0,0%	7,00
Produits ménagers et personnels	1,3%	6,29
Aliments, boissons et tabac	3,9%	6,14
Autres services financiers	6,0%	6,00
Biens de consommation durable et vêtements	0,6%	5,79
Immobilier	1,1%	5,76
Logiciels et services	12,0%	5,58
Automobile et accessoires	0,9%	5,56
Énergie	7,9%	5,48
Distribution	5,6%	5,43
Alimentaire et biens de consommation	1,8%	5,40
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	7,7%	5,21
Telecommunication Services	3,2%	5,20
Équipement et technologie	5,4%	5,14
Biens d'équipement	6,8%	5,06
Matériaux	3,5%	5,05
Services et équipement de santé	7,3%	4,66
Assurance	2,5%	4,41
Industrie du commerce	0,4%	4,25
Banque	11,7%	4,00
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	0,1%	4,00
Transportation	2,3%	3,90
Services au consommateur	0,8%	3,82
Semi-conducteurs & équipements	2,0%	3,67
Services aux Collectivités	2,9%	2,82
Total USA	100%	5,2

Allemagne

Allemagne	Part des encours en %	Note moyenne globale
Aliments, boissons et tabac	0,6 %	10,00
Biens de consommation durable et vêtements	3,2 %	8,33
Alimentaire et biens de consommation	0,6 %	8,00
Telecommunication Services	3,0 %	7,67
Services et équipements de santé	4,1 %	7,60
Automobile et accessoires	10,2 %	7,57
Distribution	2,7 %	7,50
Produits ménagers et personnels	2,6 %	7,50
Logiciels et services	6,0 %	6,20
Semi-conducteurs et Equipement	1,0 %	6,00
Transportation	5,2 %	5,67
Industrie pharmaceutique, biotechnologie	6,6 %	5,50
Industrie du commerce	0,4 %	5,50
Autres services financiers	4,0 %	5,25
Biens d'équipement	15,9 %	5,00
Matériaux	12,2 %	4,00
Assurance	8,2 %	4,00
Médias	3,4 %	4,00
Services aux collectivités	2,9 %	4,00
Immobilier	4,3 %	2,67
Banque	2,8 %	1,50
Total Allemagne	100 %	5,5

Huit secteurs d'activité représentant 27 % des encours de la poche allemande (302 millions d'euros) sont composés de valeurs notées au-dessus de 7 sur 10.

- Aliments, boissons et tabac ;
- Biens de consommation durable et vêtements ;
- Alimentaire et biens de consommation ;
- Télécommunication Services ;
- Services et équipement de santé ;
- Automobile et accessoires ;
- Distribution ;
- Produits ménagers et personnels.

Conclusion

Bien que n'y étant pas tenu par la loi sur la Transition écologique et énergétique, le FRR a fait le choix, encore cette année, de publier un rapport relatif à l'Article 173. Cela permet, d'une année à l'autre, de faire plusieurs observations et de tirer des conclusions des mesures mises en place.

D'abord, on observe une pluralité des méthodologies, donnant lieu à des interprétations différentes. Or, ces méthodologies évoluent, avec par exemple une modification des seuils ou une extension de la couverture de la recherche, et ne permettent donc pas toujours une comparaison d'une année à l'autre. L'analyse des résultats doit donc être précise afin de ne pas donner lieu à des comparaisons erronées en attendant, peut-être, une possible standardisation des méthodologies.

L'analyse des résultats détaillés dans les deux rapports sur l'Article 173 (2016 et 2017) permet néanmoins d'observer l'implémentation des différentes mesures voulues par le FRR. On remarque par exemple que le désengagement du portefeuille dans le tabac, voulu par le Conseil de surveillance en 2016, a pu être mis en place au cours de l'année 2017 et au début de l'année 2018. Le FRR continue d'entretenir le dialogue et la réflexion sur les

exclusions, notamment des armes controversées, et surtout sur le désengagement du charbon et l'évolution des niveaux retenus.

Aussi, pour suivre les recommandations du TCFD, le FRR s'est engagé à tenir compte sur l'ensemble de son portefeuille, des critères de responsabilité sociale dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des titres dans lesquels ils investissent. Le FRR travaille particulièrement sur ce point dans ces mandats de gestion active, petites capitalisations européennes et françaises et actions américaines pour lesquels les gestionnaires doivent démontrer dans leur processus de gestion l'intégration des enjeux ESG. Pour cela, le FRR demande par exemple des reportings toujours plus détaillés concernant la prise en compte des critères ESG dans le processus d'évaluation des investissements et le dialogue avec les entreprises.

Enfin, le FRR travaille actuellement sur sa nouvelle stratégie d'Investissement Socialement Responsable. Comme pour les précédentes, le FRR rendra régulièrement compte publiquement des progrès et conclusions qu'il enregistre dans la mise en œuvre de cette nouvelle stratégie.