

# deux mille

RAPPORT ANNUEL 2013

# treize

---

# SOMMAIRE

---

**P. 02** **MESSAGE** DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE  
ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE

---

**P. 04** **CHIFFRES** CLÉS

---

**P. 05** **LE MONDE** SOUS LE SIGNE DE LA FED

---

**P. 07** **UNE GESTION** ACTIF/PASSIF SÉCURISÉE  
VISANT À OPTIMISER LA PERFORMANCE DE L'ACTIF

---

**P. 14** **LA COMPOSITION** DU PORTEFEUILLE DU FRR

---

**P. 20** **L'INVESTISSEMENT** SOCIALEMENT RESPONSABLE  
AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR

---

**P. 25** **GESTION** ET MAÎTRISE DES RISQUES

---

**P. 29** **ORGANISATION** & COÛTS

---

**P. 30** ORGANIGRAMME

---

**P. 32** **LES INSTANCES** DIRIGEANTES

---

**P. 33** **ÉLÉMENTS** FINANCIERS

---

**P. 52** **RAPPORT** GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES  
AU 31 DÉCEMBRE 2013

---

**P. 53** **SOCIÉTÉS** DE GESTION SÉLECTIONNÉES  
PAR LE FRR AU 31 DÉCEMBRE 2013

---

**P. 55** **SOCIÉTÉS** DE GESTION SÉLECTIONNÉES  
PAR LE FRR AU 30 JUIN 2014

---

**P. 57** **ANNEXE**  
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

---

## MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE

02



**Alain Vasselle**  
Président du Conseil de surveillance



**Jean-Pierre Jouyet<sup>1</sup>**  
Président du Directoire

*1. Président du Directoire jusqu'au 16 avril 2014.*

**A**u 31 décembre 2013, la valeur de marché des actifs du FRR s'élevait à 36,3 milliards d'euros, en retrait de 300 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2012. Comme chaque année depuis 2011, le FRR a en effet versé 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES) sans percevoir de recettes externes. Au total, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011, le FRR a versé 6,3 milliards d'euros à la CADES. Toutefois, la valeur de son portefeuille n'a, en trois exercices, diminué que de 700 millions d'euros.

Cette évolution favorable résulte de l'encaissement des produits des coupons de son portefeuille d'obligations et des dividendes de ses actions mais également de la progression de la valeur de marché de l'ensemble des titres dont il est propriétaire.

Après une année 2012 qui avait enregistré une performance du portefeuille global de + 10,5 %, 2013 se traduit par une performance nette de frais de + 5,03 %.

Lors de ces deux derniers exercices, le portefeuille de performance a enregistré une performance de plus de 12 % par an. En 2012, la valeur de marché du portefeuille de couverture avait pour sa part connu une progression exceptionnelle de plus de 10 % en raison de l'importante baisse des taux d'intérêt à travers le monde. Ainsi que nous l'avions anticipé, ce mouvement de baisse générale des taux s'est interrompu en 2013 de sorte que la quasi intégralité de la performance provient cette année de la seule poche de performance, poche composée d'actifs diversifiés mais avec une part prédominante d'actions. La part du portefeuille investie en actions est elle-même très diversifiée tant sur le plan géographique que sur le plan des types et des processus de gestion.

À l'issue de ces trois premières années de mise en œuvre de son nouveau modèle de gestion, le FRR affiche une performance annualisée de 5,3 %. Son ratio de financement atteint désormais 144 % et le montant de son surplus (valeur de marché de l'actif – valeur actuelle du passif) atteint 11,15 milliards d'euros au 31 décembre 2013.

Une approche prudente de la gestion financière et une prise de risques maîtrisée ont permis au FRR de tirer le meilleur profit possible de la progression des actions.

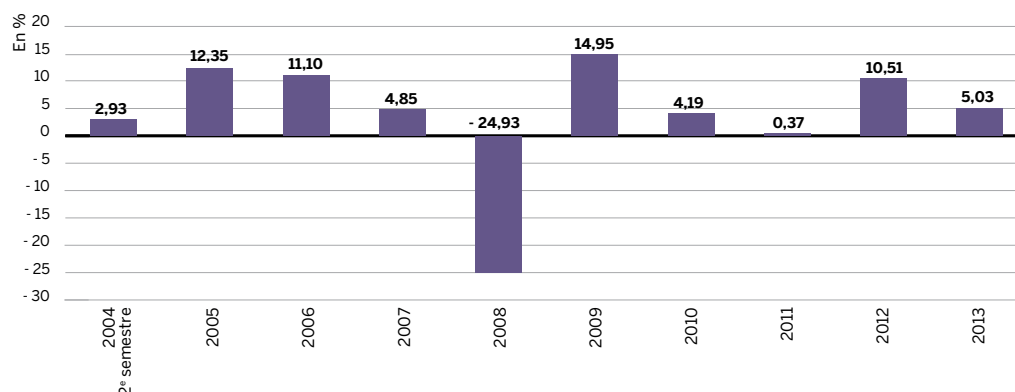
Ces résultats témoignent à la fois d'une approche prudente de la gestion financière et d'une prise de risques maîtrisée qui a permis, grâce au maintien d'une part importante d'actifs de performance au sein de son portefeuille (43 %) de tirer le meilleur profit possible de la progression des actions en particulier.

Comme tout investisseur, le FRR doit désormais faire face à une probable augmentation des taux d'intérêt à moyen terme sans en connaître pour autant le calendrier précis ni l'ampleur. Dans cette perspective, la revue annuelle de l'allocation stratégique et son pilotage infra annuel dans le cadre des marges de manœuvre fixées par le Conseil de surveillance revêtent une importance croissante.

Enfin, tout en continuant à gérer un portefeuille diversifié, le FRR a décidé dès le début de l'année 2013, d'accorder une plus large place aux investissements en actions françaises, en particulier sur le segment des petites et moyennes capitalisations. En tant qu'investisseur institutionnel responsable, il s'est résolument engagé dans les fonds de financement de l'économie, contribuant ainsi pour une part significative au soutien de l'investissement productif.

## CHIFFRES CLÉS

### > Performance annuelle du FRR



**+ 5,03 %**

Performance 2013

**36,3 Mds€**

Montant au 31/12/2013  
des actifs du FRR

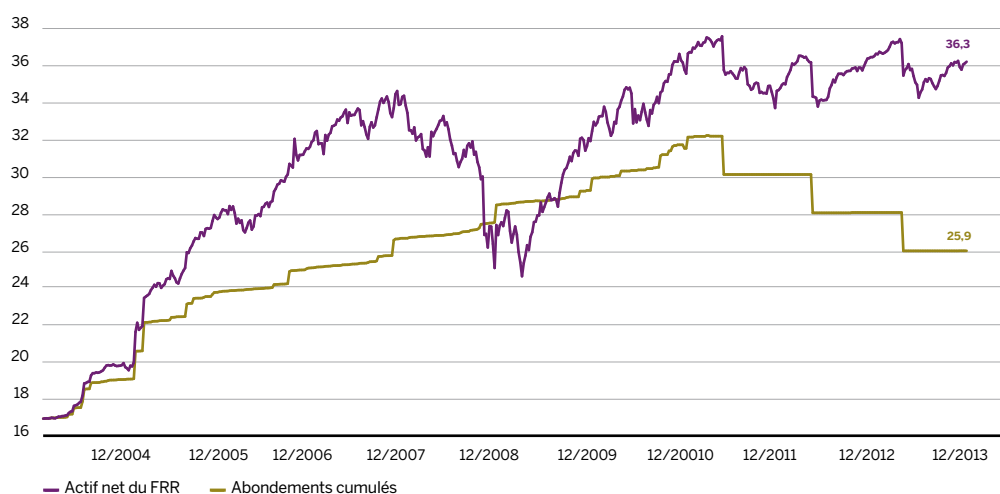
**+ 3,7 %**

Performance annualisée de l'actif  
depuis l'origine

**+ 5,3 %**

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

### > Évolution de l'actif net du FRR (en Mds€) au 31/12/2013



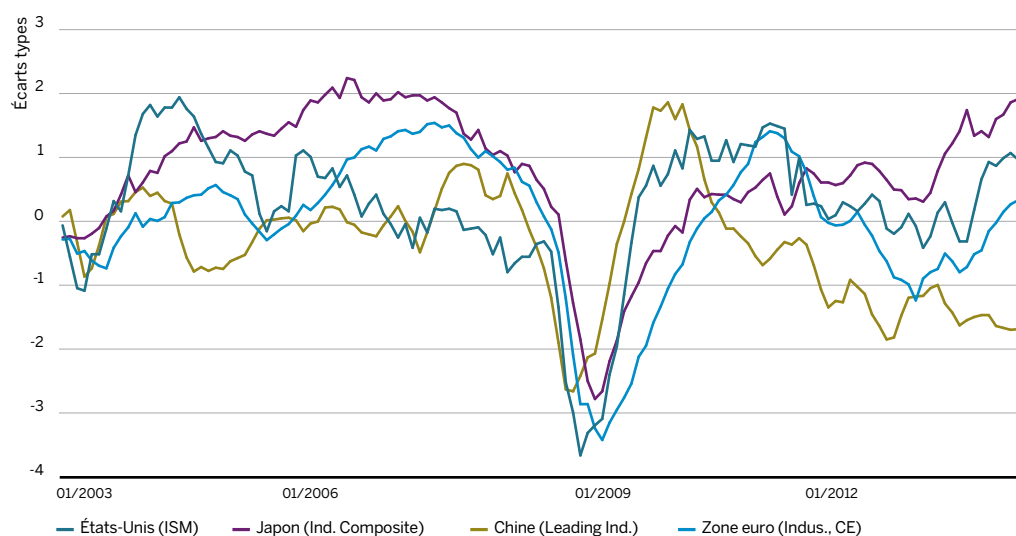
1. Depuis l'entrée en vigueur de la réforme des retraites de 2010, le modèle financier du FRR a substantiellement changé :

- Le FRR ne perçoit plus de recettes (1,5 à 2 milliards d'euros par an jusqu'en 2010),
- Le FRR verse 2,1 milliards d'euros chaque année à la CADES,
- L'horizon d'investissement du FRR est désormais plus proche (2024 contre 2040 avant la réforme).

## LE MONDE SOUS LE SIGNE DE LA FED

2013 aura été une année de confirmation pour l'économie mondiale : confirmation de la reprise aux États-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon ; confirmation de la stabilisation macro-économique et financière dans les pays émergents et en Europe, notamment dans les pays périphériques.

### > Monde : Indicateurs avancés



05

### 2013, l'année de la FED

Après une année 2012 sous le signe de la Banque Centrale Européenne, 2013 aura été marquée par la Réserve Fédérale américaine (FED). Après la déclaration de Mario Draghi du 26 juillet 2012 à Londres<sup>1</sup> qui avait constitué une véritable césure pour les marchés, l'annonce le 22 mai 2013 par le président de la Réserve Fédérale américaine de la perspective d'une prochaine réduction des achats d'obligations américaines par la FED a marqué un tournant décisif pour les marchés.

L'entrée dans l'univers du « tapering » (réduction progressive des injections de liquidité) a brutalement inscrit les rendements obligataires américains sur une tendance haussière et a provoqué une forte volatilité sur les marchés d'actions des pays développés. Les conséquences ont été également très nettes sur les marchés obligataires européens et surtout les flux de capitaux vers les marchés émergents se sont brutalement retournés avec des reflux massifs qui ont malmené leurs cours boursiers, fait remonter fortement les rendements de la dette émergente et provoqué un repli prononcé des devises émergentes.

Devant l'ampleur du recul des principaux marchés, à commencer par celui de la dette souveraine américaine, la FED s'est efforcée, avec un succès certain, de clarifier son message à destination des marchés : le ralentissement progressif des achats d'obligations du Trésor américain et d'obligations hypothécaires ne signifiait nullement que la FED allait simultanément relever son taux directeur. Au contraire, la communication de la FED soulignait que le relèvement du taux des fed funds ne serait pas amorcé avant l'atteinte de certains objectifs en termes d'amélioration du marché du travail américain.

1. « Within our mandate the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough ».

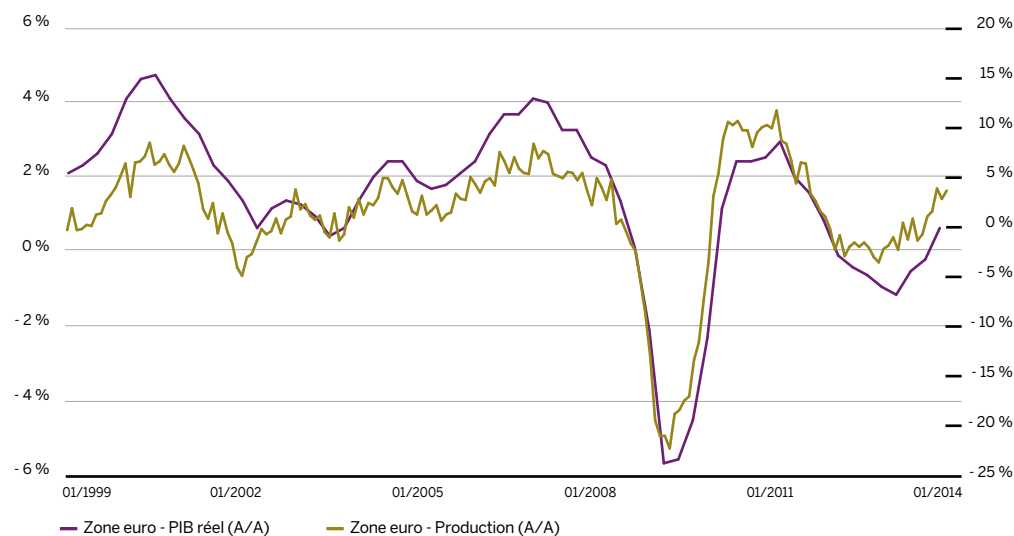
Cette stabilisation a été graduelle et heurtée en début d'année : la baisse des perspectives de croissance en Chine et en zone euro s'est poursuivie jusqu'à l'été ; les incertitudes budgétaires américaines, liées au relèvement du plafond de la dette, ont alimenté la chronique tout au long de l'année avec un premier épisode de tension en janvier et une intensification historique, par rapport aux standards nord-américains, de la crise politique en octobre. Ce sont les incertitudes budgétaires américaines, davantage liées aux tensions politiques entre l'Administration Obama et la majorité républicaine qu'à une contrainte financière à court terme, qui ont pesé sur le moral des entrepreneurs américains au premier semestre et, par conséquent, sur l'activité globale. Un premier dénouement, certes incomplet et tardif en 2013, constitue un facteur très positif de baisse de la prime de risque américaine et, par conséquent, de croissance de l'économie et des marchés financiers aux États-Unis.

Enfin, sur les marchés financiers, les obligations et actions des pays développés ont eu une évolution contrastée : les premières ont enregistré des contreperformances dès lors que la FED a annoncé, au printemps, son intention de ralentir ses achats de titres de dette. Les rendements à 10 ans américains ont en effet subi une hausse de près de 150 points de base entre début mai et fin septembre. Les indices actions ont pour leur part bien absorbé le choc pendant la période de correction obligataire, avant de reprendre leur hausse au quatrième trimestre.

Du côté de la croissance, l'économie mondiale a bénéficié d'une reprise synchronisée des échanges et de l'activité au cours de l'été : les États-Unis ont enregistré une forte hausse de la croissance du PIB de 1 % à 3 % en rythme trimestriel annualisé entre le premier et le quatrième trimestre ; en zone euro, l'arrêt de la récession s'est opéré à la faveur d'un très bon deuxième trimestre en France (+ 0,6 %) et en Allemagne (+ 0,7 %) et d'une stabilisation de l'activité en Italie et en Espagne : au total, la zone euro se maintient autour de 0,1-0,3 % de croissance trimestrielle depuis le deuxième trimestre 2013 ; en Chine, l'activité industrielle s'est stabilisée autour de 10 % par an au deuxième semestre et la croissance du PIB aux alentours de 7,5 %. Les indicateurs avancés globaux restent bien orientés en général à court terme, sauf en Asie et dans les pays émergents, et montrent des signes encourageants de véritable reprise en Europe du Sud.

La décision de la FED de ralentir ses achats d'actifs n'a finalement pas fondamentalement affecté l'économie américaine : le recul de la ponction budgétaire, le maintien de la demande des ménages et des entreprises et le dynamisme des créations d'emplois permettent de maintenir la croissance sur des rythmes annuels de 3 %.

### > Zone euro : croissance



# UNE GESTION ACTIF/PASSIF SÉCURISÉE VISANT À OPTIMISER LA PERFORMANCE DE L'ACTIF

## UNE STRUCTURE DU PORTEFEUILLE ADAPTÉE AUX OBJECTIFS DE GESTION

Depuis la réforme des retraites de 2010, le FRR a adopté un nouveau modèle de gestion dit « sous contrainte de passif », qui vise à répondre à deux objectifs de gestion.

L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements de passif, constitués de versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la CADES jusqu'en 2024, et d'un flux unique en 2020 à la CNAV<sup>1</sup> au titre de la soulte CNIEG<sup>2</sup> indexée sur la performance du FRR. Dans une gestion sous contrainte de passif, la capacité de respecter cet objectif peut être évaluée à tout moment grâce au ratio de financement (rapport entre l'actif net et le passif actualisé du FRR<sup>3</sup>) qui doit être supérieur à 100 %.

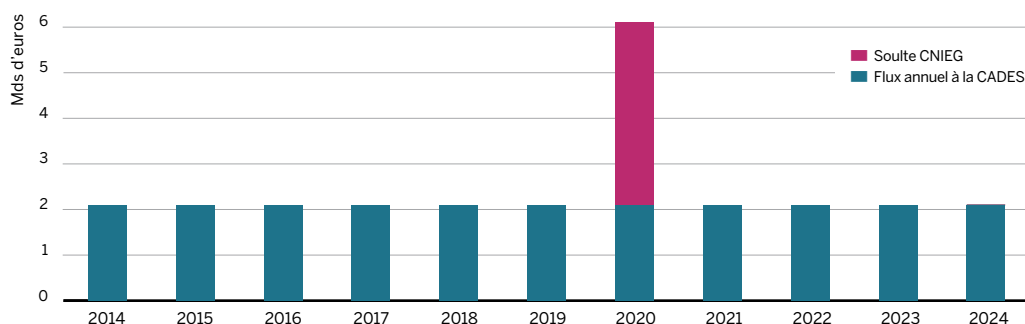
L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements de passif ; un second but est de maximiser la valeur du surplus au cours du temps.

Dans le respect de ce premier objectif, un second but est de faire le meilleur usage possible des sommes qui ont été confiées au FRR en maximisant la valeur du surplus au cours du temps sous contrainte de risque. Le surplus représente en effet la différence entre l'actif net et le passif actualisé du FRR et, au 25 avril 2024, lorsque le FRR n'aura plus d'engagements de passif, le surplus sera égal à l'actif net.

07

### > Le passif du FRR (Mds€)

La soulte CNIEG et l'actif net terminal dépendront de la performance du FRR.



1. Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse.

2. Caisse Nationale des Industries Électriques et Gazières.

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



Ces deux objectifs sont pris en compte par le FRR en divisant son portefeuille en deux poches :

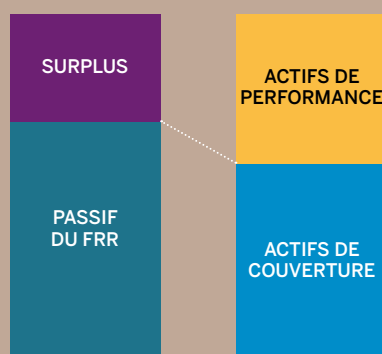
■ **La poche de couverture** permet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. Pour cela, même dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas, elle doit représenter une part importante du passif. Le FRR se fixe un taux de couverture d'au moins 80 %. La poche de couverture contient des instruments de taux à risque de crédit très limité : d'une part, un montant significatif d'obligations de l'Etat français (OAT) détenues jusqu'à maturité servant des flux annuels proportionnels aux engagements du passif, et d'autre part, des obligations d'entreprises de qualité (notées au moins BBB-).

■ **La poche de performance** génère un rendement supplémentaire, grâce à des actifs dynamiques et diversifiés. Elle doit aussi permettre de compléter les montants apportés par la poche de couverture pour le paiement des engagements annuels de passif, même en cas de scénario très défavorable sur ses

actifs. C'est pourquoi le FRR s'assure que, même en cas de stress extrême (sur les actifs de la poche de performance, le risque de crédit de la poche de couverture et le risque de taux induit par la sous-couverture du passif), le ratio de financement reste supérieur à 100 %. La poche de performance est actuellement composée d'actions des pays développés et émergents, d'obligations d'entreprises à haut rendement et d'obligations des pays émergents. Elle consacre près du tiers de son allocation aux pays émergents aussi bien en obligations souveraines et actions, qu'en Actions des pays développés exposées à la croissance des économies émergentes (ADECE). Au sein de la part consacrée aux pays développés, près de la moitié est constituée de titres d'entreprises de la zone euro<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Au sein de la zone euro, 40 % à 50 % sont dédiés à la France contre 50 % à 60 % au reste de la zone euro.

### La gestion sous contrainte de passif



Le FRR dispose d'un surplus égal à la différence entre son actif net et la valeur actualisée de son passif. Le montant de la poche de couverture peut alors être légèrement inférieur à celui du passif sans menacer le paiement des engagements. Ceci permet d'allouer à la poche de performance un montant légèrement supérieur à celui du surplus. Un ensemble de tests de résistance (ou stress tests) permet de vérifier que, même en cas de scénario très défavorable, cette structure permettra d'honorer les engagements de passif jusqu'en 2024.

## UN PAIEMENT DU PASSIF ASSURÉ GRÂCE À UN RATIO DE FINANCEMENT DE 144 %

Cette valeur tient compte de la revalorisation de la soultte CNIEG inscrite dans les comptes du FRR à fin 2013 pour un montant de 4 milliards d'euros et vient augmenter le passif du FRR d'autant<sup>5</sup>.

*5. Pour mémoire, il est prévu que la soultte CNIEG sera versée à la CNAV en 2020 pour sa valeur de marché, soit une proportion prédéfinie des actifs du FRR.*

Elle est suffisamment élevée pour faire face à des scénarios de stress extrêmes que le FRR a établis en retenant les pires cas constatés sur les marchés financiers au cours des vingt dernières années et en supposant qu'ils se produiraient simultanément sur chaque classe d'actifs du FRR (poche de performance tout comme poche de couverture). Les scénarios de stress sont utilisés comme indicateurs de résistance au risque.

### > Hypothèses du scénario extrême

| TYPE D'ACTIFS                           | PERFORMANCE |
|-----------------------------------------|-------------|
| Actifs de la poche de performance       | - 50 %      |
| Obligations d'entreprises versus passif | - 18 %      |
| Passif du FRR                           | + 10 %      |

Après application de ce stress extrême, le ratio de financement du FRR se situe à environ 110 % et reste donc très supérieur à 100 %.

09

## GESTION DE LA SENSIBILITÉ AUX TAUX EN 2013

**Par principe, la gestion actif/passif repose sur une part importante de produits de taux pour couvrir tout ou partie du passif. Néanmoins, l'allocation du FRR en 2013 a reflété une hypothèse centrale de remontée des taux d'intérêt à moyen terme. L'allocation stratégique a permis de protéger le surplus et même de l'augmenter dans cette situation : le surplus est en effet « sous-sensible » aux taux.**

Cette « sous-sensibilité » est obtenue grâce :

- à la sous-couverture du passif, puisque le montant de la poche de couverture peut être inférieur de 20 % maximum à celui du passif ;
- à une sensibilité aux taux limitée des actifs de la poche de couverture.

Dans cette perspective, le FRR a modifié en 2013 son allocation stratégique au sein de la poche de couverture en se séparant des obligations des États développés hors France, au profit d'une augmentation de la part des obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en euros. En effet, les obligations d'entreprises présentent plusieurs avantages pour le FRR :

- leur sensibilité aux taux d'intérêt est bien inférieure à celle des obligations d'États développés (2,5 en moins environ). Cette classe d'actifs est même la seule au sein de la poche de couverture à disposer d'une sensibilité aux taux inférieure à celle du passif en 2013. En cas de montée équivalente des taux

d'intérêt globaux, les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros perdront moins que les autres actifs de taux de la poche de couverture ;

- leur évolution dépend, comme celle du passif, de la courbe de taux euros<sup>6</sup>. Ceci limite le risque de découplage des courbes de taux mondiales pour la couverture du passif. Or, l'indice choisi par le FRR sur les obligations d'États développés comportait moins de 40 % d'émissions en euros. L'inclusion de cette classe d'actifs dans la poche de couverture pouvait donc provoquer une baisse du surplus si, par exemple, les taux d'intérêt américains augmentaient sans être suivis par ceux de la zone euro ;
- elles apportent un surcroît de rendement attendu par rapport aux obligations d'États développés en 2013 d'environ 0,5 %.

Par ailleurs, le FRR a également diversifié ses placements vers des Fonds Communs de Titrisation (FCT) de prêts à l'économie investis dans des obligations privées ou des créances qui présentent un profil similaire aux obligations à haut rendement mais avec un risque légèrement inférieur. Ces produits de maturité relativement courte ou à taux variable ont, en effet, une sensibilité aux taux d'intérêt faible en moyenne et ne subissent que marginalement les hausses de taux d'intérêt. Ils permettent donc au FRR d'améliorer le couple rendement/risque du portefeuille tout en gérant le risque de taux.

*6. Le passif dépend en plus de l'évolution de la prime de risque France/Allemagne.*

Le FRR a diversifié ses placements vers des FCT de prêts à l'économie investis dans des obligations privées ou des créances qui présentent un profil similaire aux obligations à haut rendement.

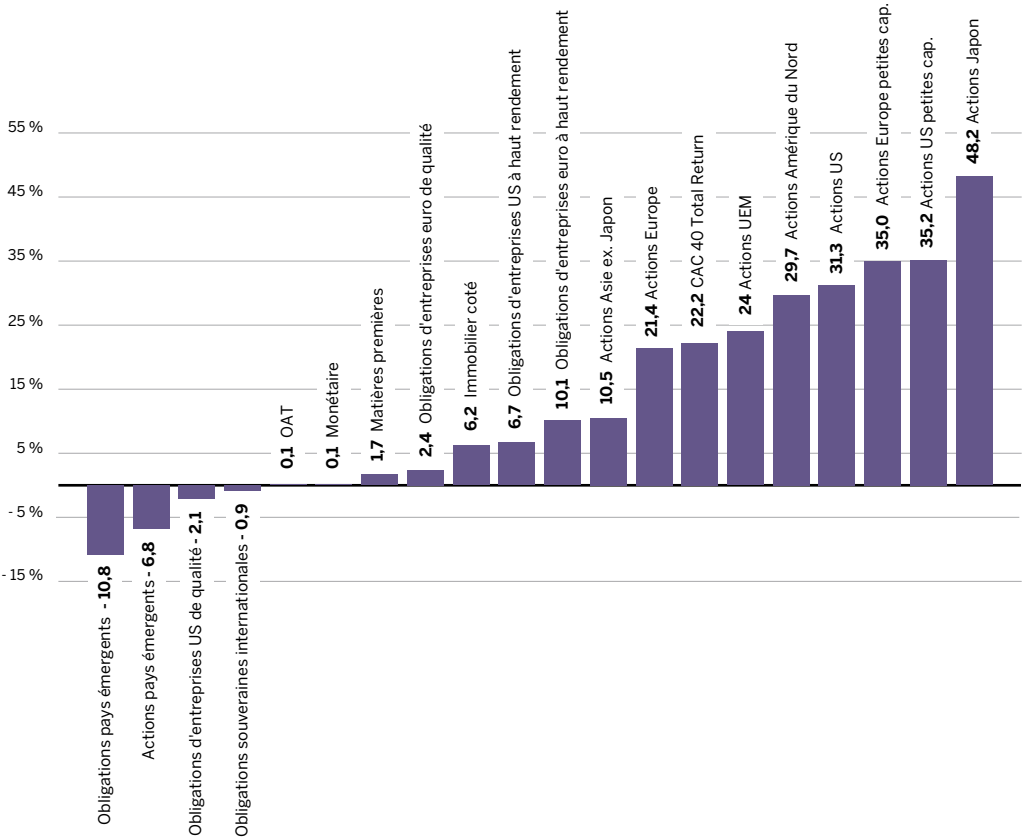
LA PERFORMANCE 2013 :  
UNE PROGRESSION DE L'ACTIF  
NET DE 5,03 %

L'année 2013 s'achève sur une performance de 5,03 % nette de tous frais et un actif net de 36,3 milliards d'euros.

Les actifs de la poche de performance ont contribué à hauteur de 4,77 % à la performance totale. Les actions, dont le poids a augmenté en 2013, ont contribué pour 5,34 % grâce à des performances boursières comprises pour la plupart entre 20 % et 50 %, à l'exception de celles des actions des pays émergents en recul de 6,8 %. Les obligations émergentes en revanche ont pesé pour - 0,69 % sur la performance totale.

La première partie de l'année 2013 a été volatile. Bien orientés sur les premiers mois, les actifs risqués ont subi de plein fouet l'annonce le 22 mai 2013 de la Réserve Fédérale d'une prochaine diminution de ses achats mensuels de titres obligataires. Après avoir perdu la plus grande partie de leurs gains à fin juin,

> Performances brutes des indices du FRR du 30 décembre 2012 au 31 décembre 2013



Note : les performances ci-dessus sont calculées couvertes à 90 % du risque de change pour les actifs de la poche de performance, sauf les actifs des pays émergents qui ne sont pas couverts, et à 100 % pour les actifs de la poche de couverture.

## > Contributions à la performance du FRR (en %)

Année 2013

Contribution par classe d'actifs  
couverte du risque de change

|                                           |               |
|-------------------------------------------|---------------|
| <b>ACTIFS DE PERFORMANCE</b>              | <b>4,77</b>   |
| <b>Dont Actions</b>                       | <b>5,34</b>   |
| Actions zone euro                         | 2,21          |
| Actions Europe hors euro                  | 0,81          |
| Actions Amérique du Nord                  | 1,59          |
| Actions Asie Bassin pacifique             | 0,41          |
| ADECE Europe                              | 0,40          |
| ADECE Monde                               | 0,21          |
| Actions des pays émergents                | - 0,28        |
| <b>Dont Autres actifs de performance</b>  | <b>- 0,56</b> |
| Matières premières                        | - 0,04        |
| Obligations à haut rendement              | 0,17          |
| Obligations des pays émergents            | - 0,69        |
| <b>ACTIFS DE COUVERTURE</b>               | <b>0,22</b>   |
| Obligations d'État Monde                  | 0,05          |
| Obligations d'entreprises en euros        | 0,30          |
| Obligations d'entreprises en dollars      | - 0,13        |
| Adossement Passif (OAT)                   | 0,00          |
| <b>TRÉSORERIE</b>                         | <b>0,21</b>   |
| <b>FRAIS ADMINISTRATIFS ET FINANCIERS</b> | <b>- 0,17</b> |
| <b>TOTAL</b>                              | <b>5,03</b>   |

11

ils ont bénéficié de la solidité de la reprise américaine et de l'amélioration conjoncturelle en zone euro. Les actions de la zone euro toutes capitalisations affichent des hausses de 25 % et représentent la plus grosse contribution à la performance totale avec 2,21 %. La performance des actions de la zone Amérique du Nord s'est élevée à près de 30 % (avec une contribution à la performance du FRR de 1,59 %) et celle des actions japonaises à environ 50 %.

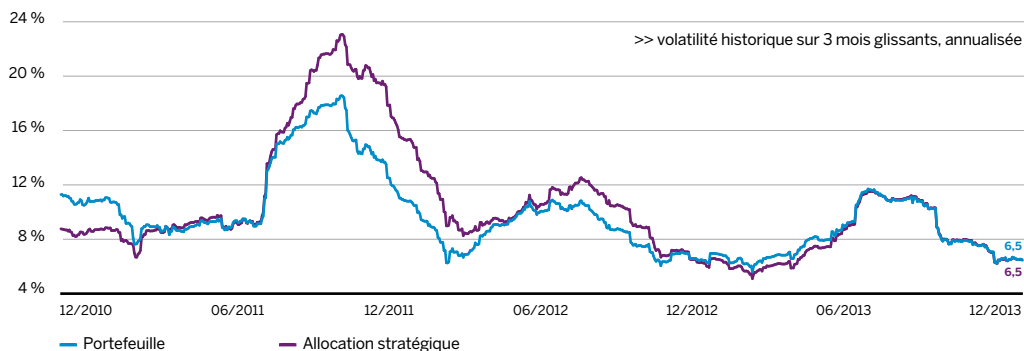
En revanche, les actifs des pays émergents ont reculé, de 10,8 % en ce qui concerne l'indice composite de dettes souveraines utilisé par le FRR et de 6,8 % pour les actions, l'essentiel de cette baisse étant attribuable aux devises. En devises locales, les actions émergentes ont en effet progressé de 3,5 %.

Parmi les actifs diversifiants, les obligations à haut rendement ont bien résisté à la remontée des taux d'intérêt souverains. En hausse respectivement de 10,1 % et de 6,7 % pour la dette en euros et celle en dollars, elles ont contribué pour 0,17 % de la performance avec un poids de 2,7 % du portefeuille total.

Au sein de la poche de performance, la part du monétaire est restée très faible, ne dépassant jamais plus de 1,9 % au cours de l'année.

La volatilité de la poche de performance est ainsi très proche de celle de l'allocation stratégique du FRR et s'établit sur 3 mois annualisés à 6,5 % fin décembre, un des niveaux les plus bas de l'histoire du FRR.

## > Volatilité des actifs de performance au 31/12/2013



La poche de couverture marquée par le désinvestissement des emprunts d'États internationaux en début d'année au profit des obligations d'entreprises de qualité libellées en euros a contribué plus modestement à la performance du FRR au regard de son poids dans le portefeuille : 0,22 % pour un poids de 56,2 %.

**Au final, les taux moyens des émetteurs souverains de l'« indice Global Majors » finissent l'année presque au plus haut, à 1,52 %, en hausse de 0,31 % sur douze mois, ce qui reste néanmoins une remontée modeste au regard du chemin parcouru dans l'autre sens jusqu'en mai 2013.**

12

En effet, après avoir atteint le niveau moyen de 1,11 % début mai 2013, les taux courus des emprunts d'États des pays les plus importants (« indice Global Majors » © de Barclays) ont pâti de l'annonce de la FED en mai qui a conduit à une dépréciation du prix des obligations, le faible rendement couru ne suffisant pas à compenser la remontée des taux.

## > Taux moyens des obligations d'États

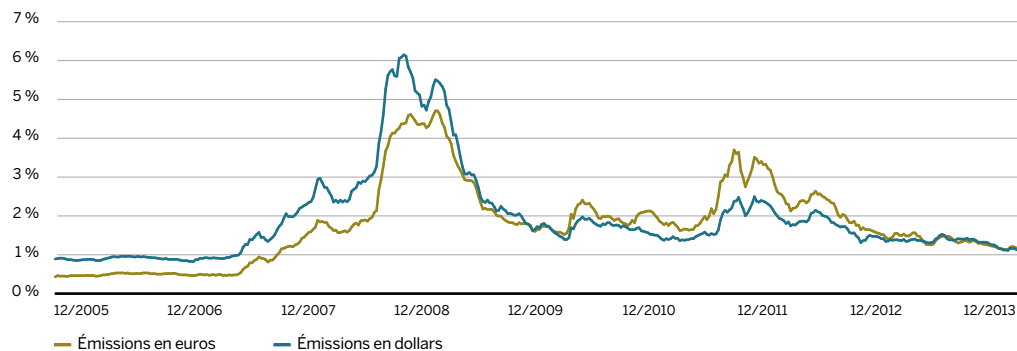


Indice Barclays Global Majors  
Sources : Barclays Global Ltd

En termes de performance, seules les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros ont affiché une hausse de 2,4 % profitant à la fois de leur faible sensibilité aux taux d'intérêt qui a limité les pertes lors de la phase de remontée des taux mais aussi d'une poursuite du resserrement des primes de risque de crédit. L'adossement en OAT reste tout

juste en territoire neutre, le rendement couru et le glissement dans la courbe (raccourcissement de la durée) compensant la baisse du prix nominal liée à la hausse des taux. Les obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars, plus longues en matière de durée, ont, quant à elles, perdu 1,8 % sur l'année.

## > Primes de risque des obligations d'entreprises de qualité



Indice Barclays Global Majors  
Sources : Barclays Global Ltd

Les gestions actives externes ont contribué modestement à la performance relative en 2013 mais ont permis de compenser l'ensemble des frais de gestion.

Au total, la contribution de la performance relative des mandats de gestion et des fonds à la performance totale a été de 0,02 % en 2013, tous frais de gestion inclus, et de 13 points de base hors frais sur l'ensemble du périmètre des gestions (actives et passives).

En 2013, les mandats d'actions européennes de petites capitalisations sont la principale source de sous-performance. Le biais défensif pris par les gérants explique leur contribution négative à la performance relative du FRR de 26 points de base (nets de frais de gestion) après 4 années de très fortes surperformances. En revanche, les mandats investis dans des actions japonaises ont profité d'une très forte appréciation du marché japonais et d'une très

bonne sélection de titres des gérants qui a permis de dégager un peu plus de 7 points de base de performance relative. Les autres mandats de gestion active actions et obligations dégagent aussi un alpha positif, grâce à une sélection de titres favorable et ce, malgré un marché difficile aux deuxième et troisième trimestres, après les déclarations de la FED. Cet alpha permet de compenser aussi bien la performance relative négative des actions européennes que la totalité des frais de gestion des mandats actifs et passifs.

Depuis le début de la gestion du FRR, la gestion active a généré une surperformance relative de 259 points de base avant frais rapportés à son périmètre et de 141 points de base bruts rapportés à l'ensemble du portefeuille. Concrètement, cela a représenté 292 millions d'euros nets des frais de gestion active depuis le lancement du FRR en 2004.

13

| Année 2013                             | Alpha mandat   |
|----------------------------------------|----------------|
| Net des commissions fixes et variables | Points de base |
| Actions Amérique du nord               | 3              |
| Actions du bassin pacifique            | 7              |
| Actions européennes                    | - 26           |
| Actions zone euro                      | 0              |
| Immobilier                             | 0              |
| Matières premières                     | 0              |
| Obligations                            | 5              |
| Opcvm                                  | 3              |
| ADECE                                  | 9              |
| <b>TOTAL</b>                           | <b>2</b>       |

# LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DU FRR

## RÉPARTITION DE LA POCHÉ DE COUVERTURE ET DE LA POCHÉ DE PERFORMANCE

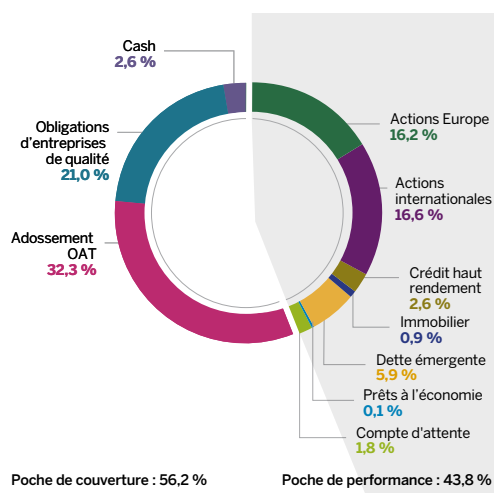
Au 31 décembre 2013, le portefeuille du FRR se répartissait de la façon suivante :

- la poche de performance représentait 15,9 milliards d'euros, soit 43,8 % de l'actif net contre 41,4 % fin 2012. L'évolution de ce poids est liée au différentiel de performance entre les actifs de la poche de performance et ceux de la poche de couverture et aux effets de dérives induits ;
- la poche de couverture représentait 20,4 milliards d'euros, soit 56,2 % de l'actif net du FRR contre 58,6 % fin 2012.

Au sein des actifs de couverture, les actifs d'adossement en OAT comptent pour 57,4 % et sont détenus en mode « buy and hold », c'est-à-dire qu'ils sont conservés jusqu'à l'échéance.

Le portefeuille du FRR est composé à la fois de mandats indiciels de montants unitaires importants et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative durable.

## > Structure générale du portefeuille



Cette approche « cœur-satellite » mise en place sur les mandats de gestion vise à garantir, au plus faible coût possible, une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concen-

### « Appels d'offres : une année de forte activité »

L'article L. 135-10 du code de la sécurité sociale prévoit que les investissements du FRR sont intégralement délégués par voie d'appels d'offres publics à des gestionnaires externes, à l'exception de la gestion de trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont donc constitués de mandats de gestion ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse.

L'activité « appel d'offres » est étroitement liée à l'évolution de la structure de l'allocation d'actifs et au calendrier d'arrivée à échéance des mandats dont la durée ne peut excéder quatre ou cinq ans.

2013 a ainsi, d'une part donné lieu à la finalisation de deux appels d'offres lancés en 2012 :

- **gestion « Actions ISR » Lot 1 (mandat de fonds de thématiques liées au développement durable)** avec la sélection de BNP Paribas Asset Management et Kleinwort Benson Investors ;
- et **gestion des « Opérations de Transition »** avec la sélection de trois candidats : Blackrock Advisors (UK) Limited, Goldman Sachs International et Russell Implementation Services.

D'autre part, un appel d'offres pour la sélection d'un prestataire **d'analyse des risques extra-financiers** a été lancé et a conduit à la sélection de la société Eiris Ltd.

En outre, trois nouveaux appels d'offres liés au renouvellement des mandats existants arrivant à échéance ont porté sur :

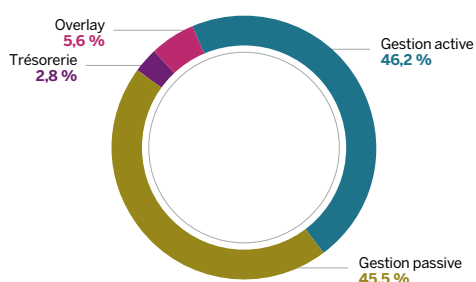
- les **actions européennes et françaises** de petites capitalisations en gestion active avec deux lots, l'un concernant les actions européennes de petites capitalisations et l'autre les actions françaises de petites et moyennes capitalisations ;
- les **actions japonaises**, en gestion active toutes capitalisations ;
- et les **actions américaines**, en gestion active grandes et moyennes capitalisations et en deux lots (« Value » et « Growth »).

La finalisation de ces appels d'offres interviendra dans le courant de l'année 2014.

tré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer. Au 31 décembre 2013, les gestions actives représentent environ 46 % de l'actif net total du FRR et 58 % des investissements en actions.

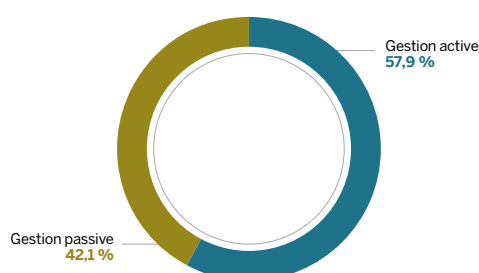
Plusieurs classes d'actifs (dettes émergentes, actions émergentes, dettes d'entreprises à haut rendement, prêts à l'économie, et gestion monétaire) font l'objet d'investissements via des OPC, principalement gérés selon une approche active.

#### > Répartition des types de gestion<sup>1</sup> répartition gestion active/gestion passive du FRR



1. Correspondant au 31/12/2013 à 2 milliards d'euros pour la gestion overlay; 1 milliard d'euros pour la trésorerie, 16,5 milliards d'euros pour la gestion passive et 16,8 milliards d'euros pour la gestion active.

#### > Répartition des types de gestion sur l'assiette des actifs investis en actions hors overlay<sup>2</sup> répartition gestion active/gestion passive de la poche action

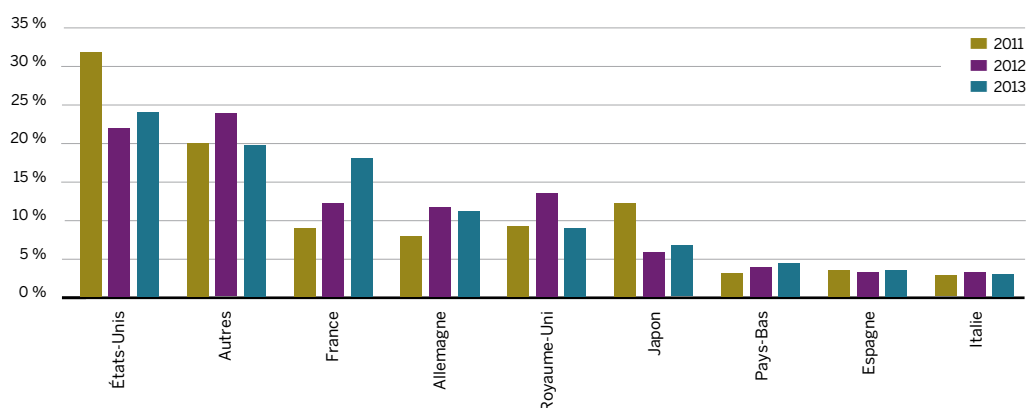


2. Correspondant au 31/12/2013 à 4,4 milliards d'euros pour la gestion action passive et 6,1 milliards d'euros pour la gestion action active.

## LES ACTIFS DE PERFORMANCE

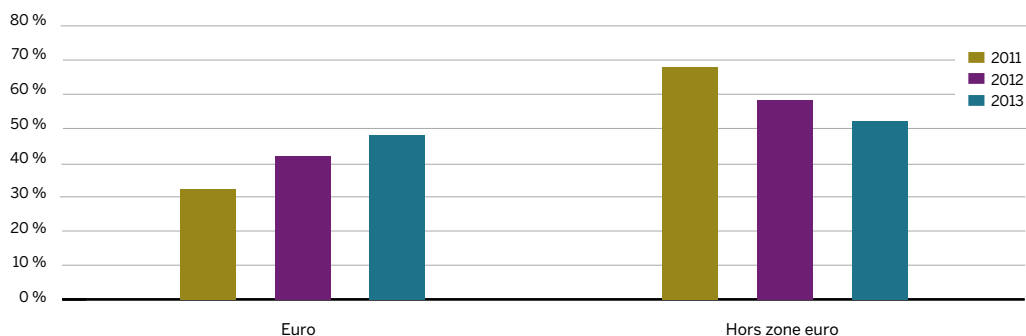
Au 31 décembre 2013, la valeur boursière du portefeuille de mandats d'actions physiques s'élevait à 10,5 milliards d'euros hors « Overlay » auxquels s'ajoutent 4,8 milliards d'euros de fonds collectifs investis en actions et dettes émergentes et en obligations à haut rendement.

#### > Évolution de la répartition géographique des mandats actions





### > Évolution de la répartition géographique des mandats actions



#### « Doublement du poids de la France dans le portefeuille performance »

À la suite du Conseil de Surveillance de mars 2013 a été enclenché un programme d'augmentation du poids de la France dans la poche de performance (qui n'en représentait fin 2011 que 7 %<sup>3</sup>), notamment via une progression significative des actions de sociétés françaises. Un investissement d'environ 500 millions d'euros a été réalisé en 2013 sur des sociétés françaises de taille importante. Une stratégie active centrée sur des sociétés de petites et moyennes capitalisations sera abondée courant 2014. **La part de la France a ainsi doublé en deux ans** pour atteindre 13 % de la poche de performance fin 2013 et devrait monter à environ 15 % en 2014.

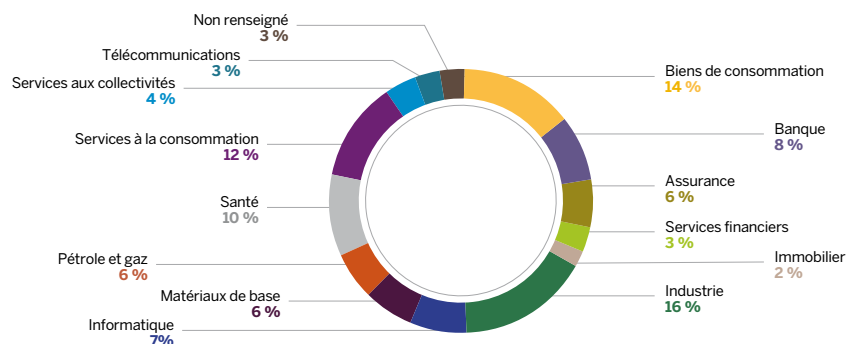
Par ailleurs, la part de la zone euro a également progressé. De 24 % fin 2011, elle est passée à 35 % fin 2013 sous l'impulsion :

- de la progression des investissements du FRR sur les sociétés de taille importante de la zone euro au détriment de l'Europe ex-euro ;
- de la performance élevée des mandats actions Europe de petite taille, qui a mécaniquement augmenté les encours ;
- de l'activation en 2012 de mandats ADECE (Actions des pays développés exposées à la croissance des économies émergentes), investis à 50 % en Europe ;
- du transfert des indices optimisés de l'Europe vers la zone euro, afin de mieux maîtriser le risque de change.

Enfin, le portefeuille de prêts à l'économie, abondé en 2013, doit être investi en zone euro et à 50 % en France, afin de pouvoir pleinement jouer un rôle de soutien à l'économie française. Le portefeuille du FRR, comme celui de nombreux fonds de pension, notamment européens, affiche donc un certain biais domestique.

3. Hors monétaire, matières premières et immobilier.

## > Répartition sectorielle des mandats actions au 31/12/2013



La répartition sectorielle est très proche de celle des indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat, les différences résidant d'une part dans les choix actifs mis en œuvre par les gestionnaires, et d'autre part dans les investissements certes passifs mais répliquant des

indices dits optimisés qui peuvent diverger considérablement des indices pondérés par les capitalisations. La part « Divers » du graphique concerne essentiellement les OPC thématiques dans lesquels les mandats ISR sont investis et le monétaire présent dans les mandats actions.

### « Les prêts à l'économie : une nouvelle classe d'actifs dans la poche de performance destinée au financement de l'économie française via des fonds »

Ces fonds ont vocation à financer des entreprises de taille moyenne et intermédiaire, par le biais d'obligations par placement privé ou par le biais de prêts. Sous l'effet de réglementations comme « Bâle 3 » limitant le volume des prêts des banques par rapport à leurs fonds propres, l'activité économique a besoin de l'engagement d'investisseurs de long terme. Le FRR joue de cette manière un rôle déterminant de soutien à l'économie, notamment française. Il participe ainsi à l'évolution du mode de financement des PME et ETI, tout en déléguant leur gestion auprès de spécialistes reconnus.

Au cours de l'année 2013, le FRR a participé à trois investissements en titres de dettes privées, pour un engagement total de 180 millions d'euros, soit environ 0,5 % de ses encours.

Le premier engagement a été signé en juin 2013 pour un montant de 60 millions d'euros dans un fonds géré par Idinvest Partners dont l'objet est d'investir dans des dettes d'acquisition et, ce faisant, de faciliter le rachat d'entreprises situées en Europe pour mener une politique de développement. À fin décembre 2013, environ 50 % des engagements ont fait l'objet d'investissements auprès de 18 entreprises, dont la moitié situées en France.

Le second engagement a été signé au mois d'octobre avec la participation du FRR aux fonds Novo (120 millions d'euros d'engagement), gérés par BNPP AM et Tikehau IM, sélectionnés lors d'un appel d'offres organisé par les investisseurs parmi lesquels de nombreux assureurs. Ces fonds ont pour vocation de financer des PME et ETI françaises du secteur non financier en investissant dans des placements privés obligataires exclusivement. La période d'investissement prévue est de deux ans et, à fin décembre 2013, un premier investissement a été réalisé auprès d'une entreprise française en croissance continue, spécialisée dans la fabrication de matériels pour le bâtiment.

## LES ACTIFS DE COUVERTURE

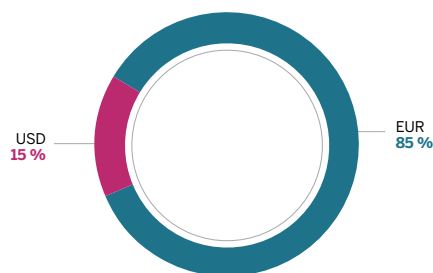
La part investie en obligations d'entreprises de qualité libellées en euros est passée de 8,50 % fin 2012 à 12,75 % de l'actif net fin 2013. Les obligations d'entreprises de la zone euro et des États-Unis représentent ensemble plus de 37 % de la poche de couverture. Ainsi, la poche d'obligations d'entreprises de qualité est passée de 16,4 % des actifs du FRR fin 2012 à 21 % de l'actif net fin 2013.

Le portefeuille de couverture est composé majoritairement d'obligations en euros (85 %), traduisant un faible risque de courbe vis-à-vis du passif, suite notamment à la réduction des investissements en emprunts d'États étrangers. Par ailleurs, tous les investissements en obligations libellés dans une devise autre que l'euro sont intégralement couverts du risque de change au sein de la poche de couverture.

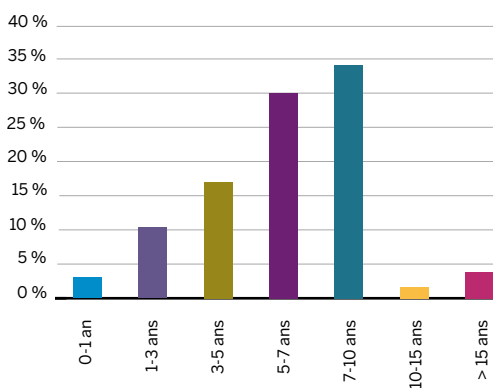
La maturité 5-7 ans est très présente fin 2013 suite au passage dans ce segment de l'échéance 2020 qui correspond au remboursement à la CNAV de la soultte CNIEG. Par ailleurs, la maturité 7-10 ans reste la plus représentée (34,14 % de la poche) en cohérence avec le passif qui s'épuise dans un peu plus de 10 ans.

La sensibilité globale du portefeuille de couverture est de 5.

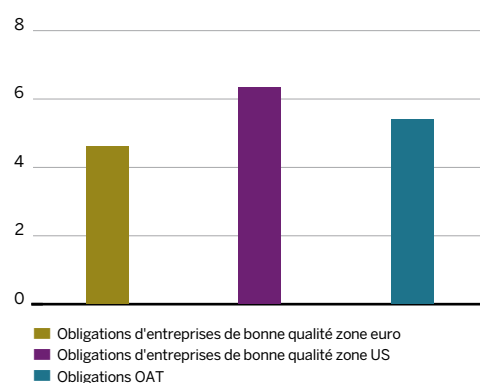
### > Répartition des mandats taux par devise au 31/12/2013



### > Structure des mandats taux par tranche de maturité au 31/12/2013



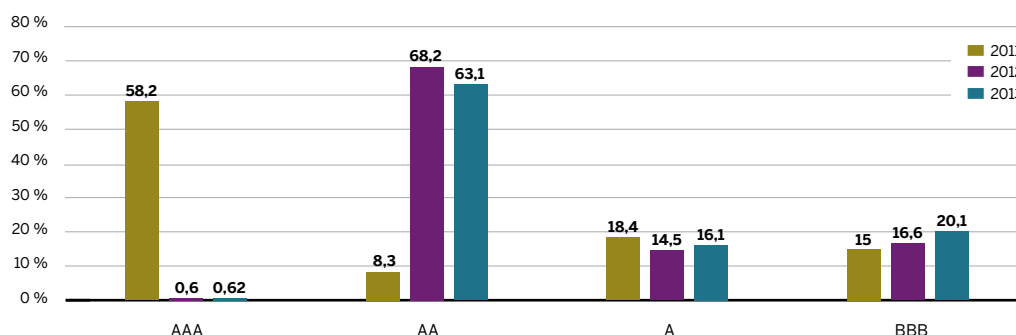
### > Sensibilité des lots obligataires au 31/12/2013



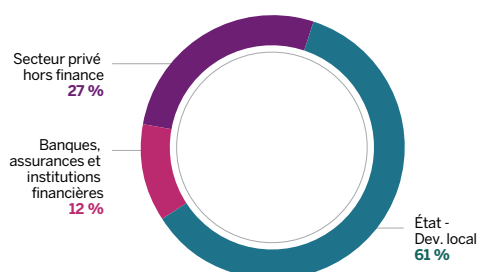
En termes de notations, le portefeuille de couverture bénéficie d'une bonne qualité de crédit : les émetteurs les moins bien notés du segment « Investment Grade » (de BBB+ à BBB-) de la poche sont limités à 20,1 %. Ces émissions sont concentrées dans les mandats de gestion active sur les obligations d'entreprises zone euro et US et bénéficient d'une bonne qualité de suivi. L'augmentation de leur part sur les trois dernières années témoigne des opportunités que les gestionnaires du FRR identifient sur ce segment et de l'évolution de la structure de l'indice. La forte chute de la part des obligations notées AAA compensée par la hausse des titres notés AA s'explique par la proportion importante de titres d'État français alors que la France a fait l'objet d'un abaissement de sa notation au cours de l'année 2012.

En ce qui concerne les émetteurs, plus de 61 % des actifs obligataires sont des Emprunts d'État, 12 % sont émis par des banques et 27 % le sont par des entreprises de bonne qualité de signature. Si l'on devait également prendre en compte les actifs obligataires détenus dans la poche de performance qui compte pour 15 % du total des actifs obligataires du FRR toutes poches confondues, ces proportions tomberaient à 53 % pour les emprunts d'État, 10 % pour les banques et 23 % pour les entreprises de bonne qualité.

#### > Évolution des produits de taux par notation de l'émission sur l'assiette des mandats de gestions externes obligataires



#### > Répartition des produits de taux par catégorie d'émetteurs au 31/12/2013



# L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR

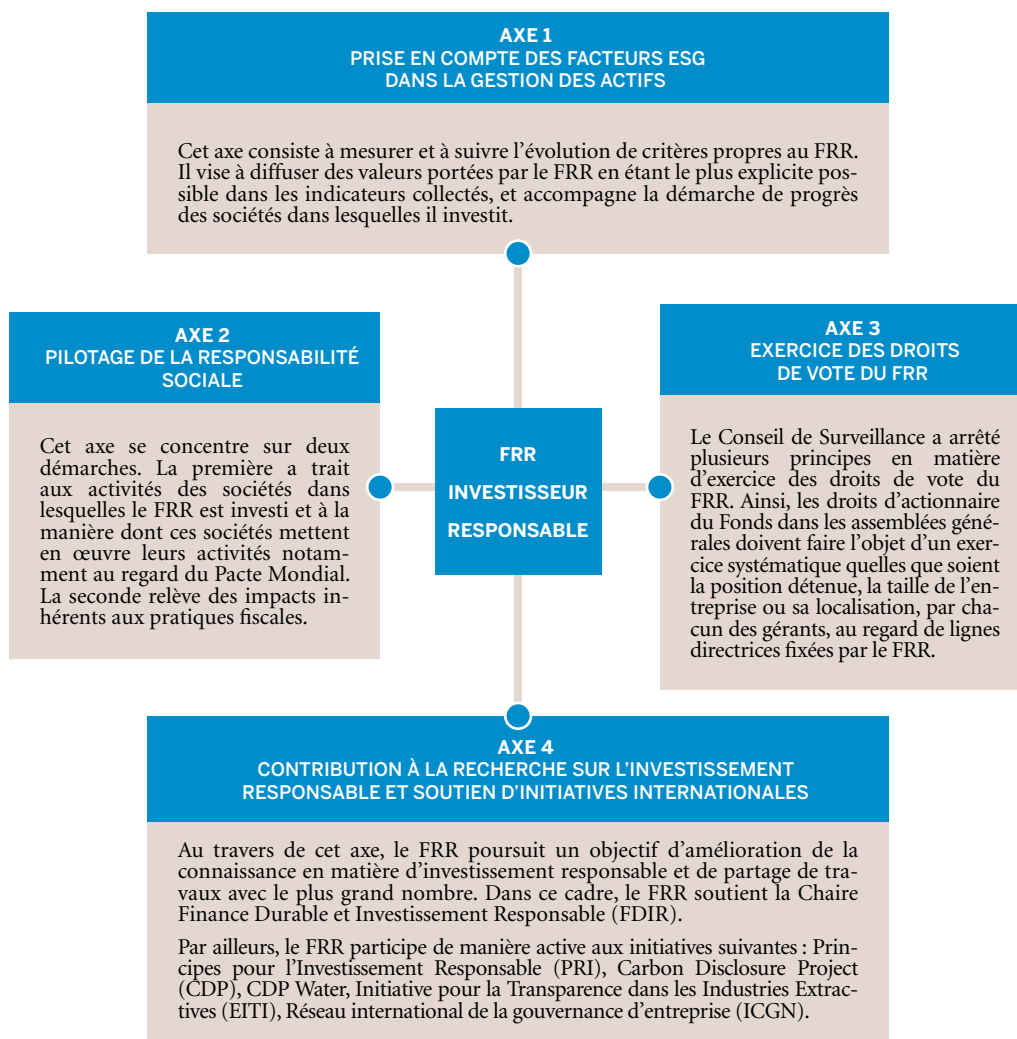
## LE FRR RENOUVELLE SA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE POUR LES 5 PROCHAINES ANNÉES

L'année 2013 a été une année structurante pour le FRR sur le plan de l'ISR. En effet, le Conseil de Surveillance du FRR a adopté sa nouvelle Stratégie d'Investissement Responsable qui sera mise en œuvre durant les cinq prochaines années. Celle-ci s'inscrit dans la continuité de l'action du FRR et se déploie de

façon différente en fonction des spécificités de chacun des supports d'investissement. Cette nouvelle stratégie va au-delà des champs traditionnels de l'ISR, notamment en abordant les petites et moyennes capitalisations et la gestion thématique.

**La stratégie 2013-2018 se décline en quatre axes principaux** au sein d'un dispositif de suivi régulier effectué par le Comité de l'Investissement Responsable composé de membres du Conseil de Surveillance du FRR et d'experts.

20



## LE SUIVI DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

Le FRR évalue chaque année les risques extra-financiers auxquels il est exposé. En 2013, à l'issu d'un appel d'offres public, le FRR a sélectionné le prestataire de recherche extra-financière Eiris Ltd pour analyser son portefeuille. Eiris Ltd a travaillé sur un portefeuille dont les données ont été arrêtées au 31 octobre 2013. Le référentiel utilisé est celui défini dans la stratégie d'investissement responsable du FRR et porte sur les **principes du Pacte Mondial, les conventions d'Ottawa<sup>1</sup> et d'Oslo<sup>2</sup>** ainsi que sur les principes de la bonne gouvernance.

L'évaluation, présentée au Comité de l'Investissement Responsable du FRR, porte sur l'ensemble des émetteurs privés, quel que soit leur lieu d'implantation, marchés développés ou émergents. L'analyse porte sur l'ensemble du portefeuille, que les titres soient détenus en direct au travers de mandats de gestion ou indirectement au travers de fonds.

L'analyse de toutes les controverses identifiées dans le portefeuille du FRR montre que 228 entreprises, soit 3,9 % des émetteurs, font l'objet d'allégations. Parmi ces allégations, quatre-vingt-neuf sont des cas graves et sont non résolus pour soixante-douze

1. Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des 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.

La nouvelle stratégie du FRR va au-delà des champs traditionnels de l'ISR, notamment en abordant les petites et moyennes capitalisations et la gestion thématique.

entreprises. Ces entreprises représentaient 1,2 % des sociétés du portefeuille (1,78 % en 2012) et font toutes l'objet d'une surveillance particulière de la part du FRR et de son partenaire Eiris Ltd.

La volumétrie de ces allégations est en légère baisse sur les marchés développés. En effet, quarante et une entreprises faisaient l'objet d'allégations représentant un risque élevé en 2013 (contre 48 en 2012).

Le nombre d'allégations observées sur les marchés émergents est également en baisse : parmi les entreprises issues de ces marchés, trente et une font l'objet d'allégations relatives au Pacte Mondial représentant un risque élevé contre quarante-trois en 2012.

### Financement de la chaire « Finance Durable et Investissement Responsable »

La chaire « Finance Durable et Investissement Responsable » co-dirigée par Sébastien Pouget (Université Toulouse 1 Capitole, IDEI-TSE et IAE) et Patricia Crifo (département d'économie de l'Ecole Polytechnique) a été créée en 2007 sous l'impulsion notamment du Fonds de Réserve pour les Retraites, de la CDC et de l'AFG.

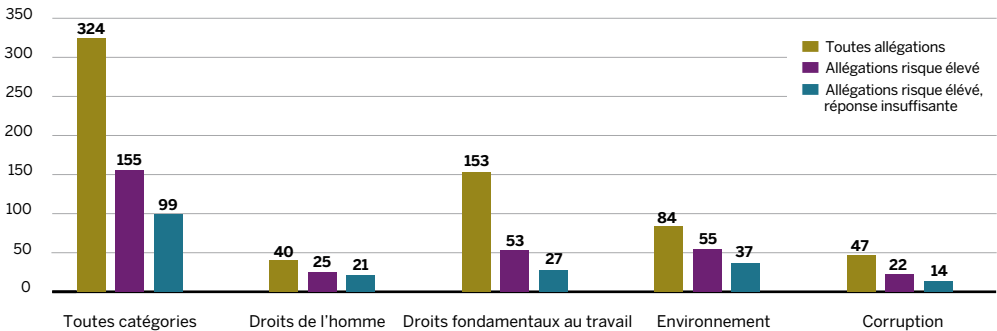
Le 7 décembre 2012, les membres de la Chaire ont défini quatre projets de recherche prioritaires pour la période 2013-2015 : la motivation des investisseurs pour l'ISR, le lien entre performance extra-financière et marchés obligataires, la gouvernance des entreprises et l'engagement actionnarial.

Les membres de la Chaire ont ensuite décidé de travailler sur deux projets additionnels. Le premier, initié par le FRR, tentera d'établir un lien entre la performance ESG (Environnement, Social et Gouvernance) des petites et moyennes entreprises et leurs performances boursières. Ce projet sera particulièrement suivi dans le cadre des mandats spécifiques de l'investissement responsable du FRR. Le second projet traite de l'engagement lors des Assemblées Générales.

Analyse par domaine

Comme par le passé, la majorité des allégations relevées concerne les droits fondamentaux du travail (environ la moitié des allégations, soit 47 % du portefeuille FRR).

> Répartition des allégations par catégorie et niveau de risque (détentions directes + indirectes)



Source : EIRIS Ltd

Elles concernent autant les pays développés (49 %) que les pays émergents (44 %). Ce dernier chiffre est en augmentation par rapport à l'année précédente où il représentait 39 %.

Les proportions d'allégations liées à l'environnement et aux droits de l'Homme sont stables et représentent respectivement 26 % et 12 % des allégations.

Analyse par zone géographique

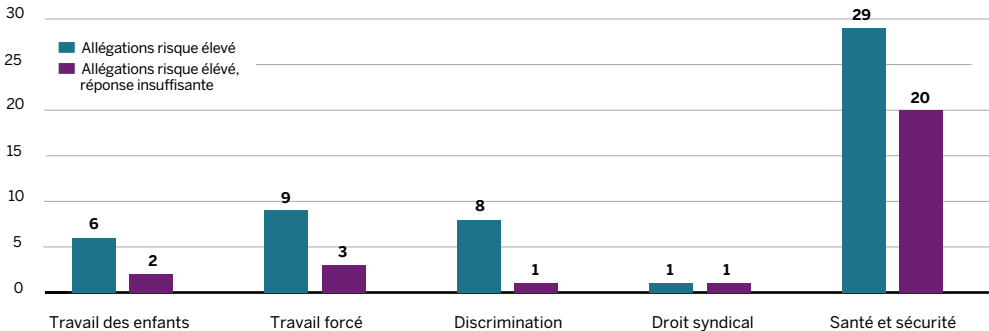
Quelles que soient les allégations concernant les pays émergents, celles-ci ont un niveau de risque équivalent à celui des pays développés (47 % contre 48 %

pour les pays développés). Cependant, le niveau de réponse des entreprises des pays émergents est inférieur. En effet, le pourcentage de réponses jugées insuffisantes par Eiris Ltd est de 39 % pour les pays émergents contre 27 % pour les pays développés.

Quelle que soit la zone géographique, les allégations relatives au travail concernent essentiellement la « santé et sécurité ».

Dans les pays émergents, les domaines de la « santé et sécurité » et du « travail forcé » sont les principales thématiques qui ressortent.

> Répartition du nombre d'allégations concernant les droits fondamentaux au travail, par domaine (détentions directes + indirectes)

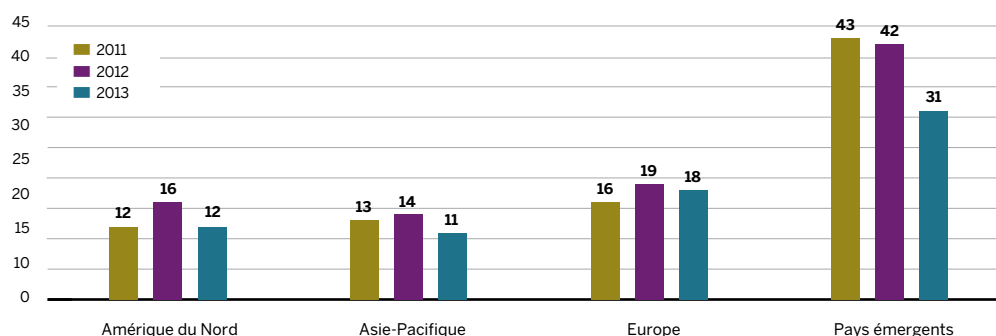


Source : EIRIS Ltd

Concernant les investissements du FRR dans les pays développés, la majorité des allégations de violation de normes internationales concerne des entreprises dont le siège social est aux États-Unis, avec un total de soixante-deux entreprises concernées (soit plus

de 40 % du nombre total des entreprises faisant l'objet d'allégations au sein du portefeuille). 10 % des entreprises américaines analysées par Eiris Ltd sont sujettes à des allégations. Ce pourcentage est similaire au Royaume-Uni et en France.

### > Évolution de la répartition des allégations « risque élevé, réponse insuffisante » par région entre 2011 et 2013 (détentions directes + indirectes)



Source : EIRIS Ltd

### Analyse par secteur

Concernant les tendances sectorielles, les secteurs de l'électronique, de l'habillement et de la distribution sont ceux où l'on retrouve le plus d'allégations relatives aux droits fondamentaux au travail.

Le secteur d'activité le plus touché est celui de l'industrie avec quarante-six entreprises faisant l'objet d'allégations. Suivent de près le secteur des matériaux de base (44 entreprises), puis ceux des services à la consommation (30 entreprises) et du pétrole et gaz (30 entreprises). Le FRR a noté que pour ce dernier, près de la moitié des cas représentent un risque élevé. Les secteurs de la santé et des télécommunications sont les moins touchés, avec en tout douze entreprises qui font l'objet d'allégations, dont 3 représentent un risque élevé.

Parmi les quarante et une entreprises controversées dans lesquelles le FRR est investi en direct via ses mandats, seules treize entreprises (soit 32 %) ont été sélectionnées dans le cadre d'une gestion active. Parmi elles, le FRR a retenu, pour son activité de dialogue, une dizaine d'entreprises détenues dans ses mandats, dont les controverses identifiées représentent un « risque élevé avec une réponse insuffisante ou nulle de la part de l'entreprise ». Le FRR met en œuvre son programme de dialogue en partenariat avec ses gestionnaires ou dans le cadre de la Clearinghouse des PRI (Principles for Responsible Investment).

### Exclusions liées aux armes prohibées

En ce qui concerne les armes prohibées, le FRR a inscrit deux nouvelles entreprises dans sa liste

d'exclusion en 2013. En effet, le 2 février 2013, le Comité de l'Investissement Responsable a identifié les sociétés Hanwha Corporation et Poongsan pour leur implication dans la fabrication de mines antipersonnel et de bombes à sous-munitions et a décidé de les intégrer à la liste d'exclusion du FRR. Il a par ailleurs décidé de travailler en amont dans ce domaine et pas seulement sur des sociétés qui sont en portefeuille, afin que la liste reflète les titres sur lesquels il ne veut pas investir.

À fin 2013, la liste d'exclusion du FRR était la suivante :

| Émetteur                           | Pays         |
|------------------------------------|--------------|
| Aeroteh                            | USA          |
| Alliant Techsystems                | USA          |
| Aryt Industries                    | Israël       |
| General Dynamics                   | USA          |
| Hanwha Corporation                 | Corée du Sud |
| Hellenic Defense Systems           | Grèce        |
| Israel Military Industries         | Israël       |
| L-3 Communications Holdings        | USA          |
| Larsen & Toubro                    | Inde         |
| Lockheed Martin                    | USA          |
| Poongsan Holdings                  | Corée du Sud |
| Raytheon                           | USA          |
| Roketsan                           | Turquie      |
| Singapore Technologies Engineering | Singapour    |
| Tata Power                         | Inde         |
| Temasek Holdings                   | Singapour    |
| Textron                            | USA          |



## L'engagement responsable du FRR et sa démarche expérimentale

### Tous les mandats sont concernés

En 2013, le FRR a poursuivi sa démarche d'intégration de l'investissement responsable dans ses processus de travail. Il a notamment donné plus de poids, lors de la sélection de ses nouveaux gérants, à la manière dont ils prennent en compte les risques extra-financiers dans leur gestion d'actifs. L'engagement des sociétés de gestion candidates, dans différentes initiatives de type Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), est notamment valorisé par le FRR dans l'évaluation de ses gestionnaires. Par ailleurs, les mandats de gestion confiés par le FRR requièrent des gestionnaires qu'ils respectent les valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré et qu'ils procèdent à des analyses extra-financières nécessaires à la bonne gestion de leur portefeuille. Outre l'exercice systématique des droits de vote selon les lignes directrices du FRR, les gestionnaires doivent également produire un reporting dédié aux aspects ESG du portefeuille deux fois par an.

### Mandats de fonds thématiques : 150 millions d'euros sous gestion depuis novembre 2013

Deux mandats de fonds collectifs ont été lancés en fin d'année 2013. Ils constituent une nouveauté pour le FRR car cette approche lui permet de s'exposer aux thématiques de l'eau, de l'écotechnologie, du traitement et de la gestion des déchets, de l'énergie renouvelable via la sélection de fonds collectifs effectuée par des gestionnaires sélectionnés.

### Mandat de gestion active Action ISR petites et moyennes capitalisations (200 millions d'euros depuis mars 2013)

L'objectif principal assigné aux trois gestionnaires sélectionnés est de générer une performance en ligne ou supérieure à celle des marchés actions européens par la sélection de sociétés de taille moyenne ou petite ayant mis en œuvre une démarche Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG), ou ayant pour projet de le faire.

Dans le cadre de ces mandats, le FRR a demandé à ses gestionnaires de suivre ses propres indicateurs de mesure ESG, indicateurs qu'il a définis de sorte qu'ils soient universels et facilement collectables. Ces indicateurs sont notamment : la consommation et la gestion de l'énergie, le taux de rotation des emplois, le taux d'absentéisme, le pourcentage de participation des salariés aux résultats de la société, la composition du Conseil (parité hommes/femmes, nombre d'administrateurs indépendants), le cumul des fonctions (président/directeur général).

## EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Au 31 décembre 2013, le FRR avait voté par l'intermédiaire de ses sociétés de gestion sur 2 292 valeurs, soit sur la totalité de son portefeuille actions dans tous les pays où il est investi.

Loin d'être une année de rupture comme a pu l'être 2011, l'année 2013 s'inscrit dans la continuité de l'année 2012, avec un taux d'approbation des résolutions qui avoisine 85 % pour le portefeuille global du FRR. Le taux d'approbation pour les sociétés françaises en 2013 est pour sa part de 80 %.

Le vote aux assemblées générales doit permettre d'accompagner l'entreprise, et ne saurait remettre en cause son développement économique, social et humain. C'est pourquoi le FRR a opté pour des grandes lignes directrices en matière de droits de vote, permettant aux sociétés de gestion qui votent pour son compte d'apprécier la situation de l'entreprise avec pragmatisme et en tenant compte des particularités locales en matière de gouvernance, de réglementation, et de la situation économique de l'entreprise.

Au travers des votes réalisés par les sociétés de gestion sélectionnées par appels d'offres, le FRR est attentif à un ensemble de thématiques récurrentes :

- thématique liée au conseil d'administration (cumul des mandats, indépendance et diversité des administrateurs (parité, nationalité), indépendance des comités des conseils) ;
- thématique liée à la rémunération, (conventions réglementées, transparence des rémunérations, attribution d'options et d'actions gratuites...) ;
- thématique liée aux opérations sur le capital (autorisation d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription, dispositif de protection en période d'offre publique).

Ce dispositif permet au FRR de couvrir un grand nombre de sujets de gouvernance évoqués dans les assemblées générales en France et à l'étranger, et de porter une attention particulière aux résolutions d'actionnaires, notamment en matière environnementale et sociale.

Enfin, incontournable en 2013, la gouvernance et la rémunération des dirigeants mandataires sociaux restera au centre des attentions du FRR pour l'année 2014 avec l'application du « Say on pay » en France et son éventuel renforcement au niveau communautaire.

# GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES

## LA GOUVERNANCE DE LA GESTION DES RISQUES

À la suite de la réforme des retraites de 2010, le Conseil de surveillance définit chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion assurant un niveau élevé de couverture du passif.

Les investissements du FRR sont essentiellement réalisés sous la forme de mandats confiés à des gestionnaires, sélectionnés par appels d'offres. Une partie des investissements (au maximum 15 %) peut cependant être réalisée directement sous forme d'achat d'OPC.

Les principaux risques financiers et opérationnels portés par le FRR sont analysés chaque mois par un comité des risques, qui examine en outre les nouveaux dossiers d'investissements financiers et définit les cadres de risques applicables au sein du FRR. Ce comité est présidé par un membre du Directoire, et alimenté par le Département Performance et Risques Financiers (DPRF) et le responsable des risques opérationnels. Il examine également la performance des portefeuilles, calculée par le DPRF, indépendant de la gestion financière. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR.

Les dossiers des comités des risques sont ensuite présentés lors des réunions du Directoire.

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

Le niveau de volatilité annuelle de l'ensemble du portefeuille reste historiquement bas depuis la création du FRR.

## LES RISQUES FINANCIERS

### Le risque de gestion actif-passif

C'est le risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES et de la CNAV qui sont les deux créanciers principaux du Fonds.

Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024, et restituer en 2020 à la CNAV la soultte CNIEG, qui s'élève à 4,1 milliards d'euros à fin 2013 et évoluera en fonction de la performance du FRR de 2014 à 2020.

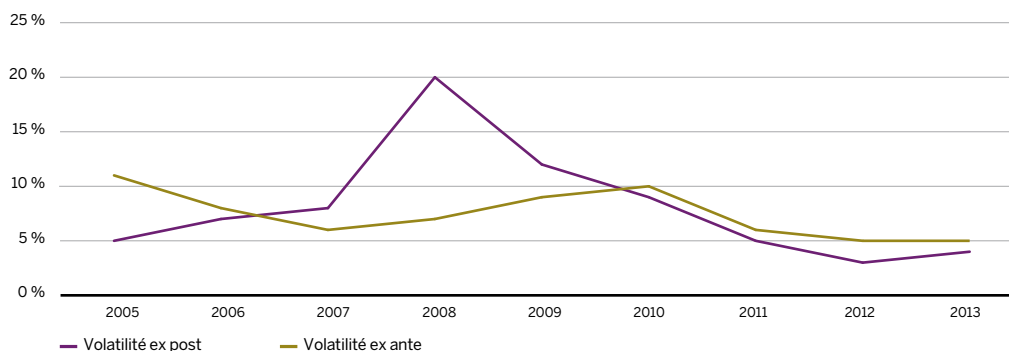
Le ratio de financement de ces engagements, qui est le ratio entre la valeur de marché de l'actif net et la valeur présente des engagements du FRR, a fortement augmenté sur l'année 2013, passant de 135,4 % à 144 %. Ce niveau traduit la capacité du FRR à respecter ses engagements de passif.

### Les risques de marchés du portefeuille

La mesure des risques de marché du portefeuille a connu différentes améliorations en 2013 :

- passage d'un mode de calcul de « Value at Risk » (VaR) de type paramétrique avec un intervalle de confiance de 95 % à une méthode de type Monte Carlo avec un intervalle de confiance de 99 % ;
- meilleure intégration de l'impact des couvertures de change ;
- meilleure décomposition en risque des différentes stratégies de couverture actif-passif, et amélioration du calcul du risque sur le surplus de l'actif par rapport au passif.

### > Volatilité annuelle constatée et prospective



Le niveau de volatilité annuelle de l'ensemble du portefeuille reste historiquement bas depuis la création du FRR, que ce niveau soit mesuré ex ante (volatilité prospective du portefeuille) ou ex post (volatilité constatée a posteriori).

La volatilité annuelle ex post de la valeur de l'actif du FRR a été de 4,47 % en 2013 (contre 3,43 % en 2012) pour un rendement annuel de 5,03 % (contre 10,51 % en 2012).

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

Ainsi la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 11,03 % de l'actif du FRR (contre 9,95 % en 2012) soit 4 milliards d'euros. Cette augmentation s'explique en partie par l'appréciation en valeur des actifs risqués en 2013.

### Le risque actions

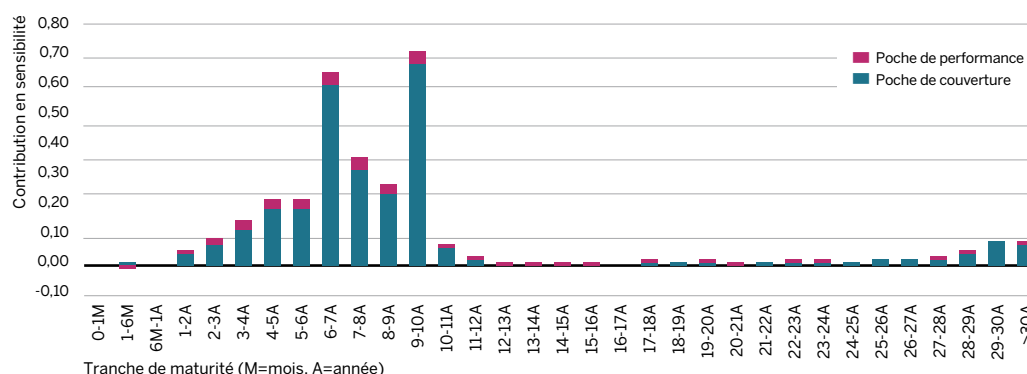
Les actions représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. La perte moyenne potentielle liée aux variations du prix des actions dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 8,25 % de l'actif du FRR, soit 3 milliards d'euros (contre 9,12 % fin 2012). Cette diminution relative du risque action est essentiellement due à la baisse de la volatilité des actions enregistrée tout au long de l'année 2013.

### Le risque de taux d'intérêt

En fin d'année, la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt (hors variation des primes de risque de crédit), mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 4,7 % de l'actif du FRR, soit 1,7 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR.

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux est de 3,24 contre une sensibilité du passif (par rapport à la valeur du bilan) de 3,19. Ainsi, pour une baisse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, le portefeuille du FRR augmenterait de 3,24 % soit environ 1,1 milliard d'euros.

### > Contributions à la sensibilité de l'actif du FRR, par poche et par échéance



## Le risque de crédit du portefeuille

Le dispositif d'évaluation et de contrôle du risque de crédit a connu diverses améliorations en 2013 (amélioration de la qualité des données, renforcement des outils de calcul...).

Le tableau ci-dessous présente la ventilation des actifs à revenu fixe du FRR par notation à fin 2013. L'essentiel de ces actifs (93 %) est investi dans des titres de catégorie investment grade.

|      | AAA | AA   | A    | BBB  | ≤ BB<br>ou NC |
|------|-----|------|------|------|---------------|
| 2013 | 1 % | 54 % | 18 % | 21 % | 7 %           |
| 2012 | 1 % | 53 % | 23 % | 17 % | 6 %           |

La qualité des émissions reste stable par rapport à celle de 2012. On observe néanmoins une légère baisse de la part des titres notés A au profit de la tranche de notation BBB, ce qui s'explique notamment par l'augmentation des investissements sur les supports de dettes émergentes et d'obligations « *high yield* » et en corollaire la réduction des OPC monétaires lors de l'arrêté annuel.

En fin d'année, la perte moyenne potentielle liée aux variations des primes de risque de crédit (spreads) calculée par une CVaR un an à 99 % est de 0,92 % de l'actif du FRR, soit 335 millions d'euros. Des limites spécifiques particulièrement conservatrices ont été fixées pour le placement de la trésorerie du FRR.

## Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gérants de produits dérivés de gré à gré avec des contreparties bancaires (swaps, change à terme). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures : notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS<sup>1</sup> Bank, limites par contrepartie. Au bout du compte, l'exposition globale du FRR au risque de contrepartie est de 97 millions d'euros fin 2013, en baisse par rapport à l'année passée (209 millions d'euros en 2012). Le département de la gestion des risques s'est par ailleurs assuré que la méthode de calcul de l'exposition est beaucoup plus conservatrice que les méthodes de place standards.

## Les ratios de diversification du risque de signature

La diversification du risque de signature du portefeuille sur les émetteurs d'actions et de dettes fait

l'objet de ratios spécifiques dans la réglementation applicable au FRR. Au-delà de ces ratios, le FRR s'est fixé depuis 2011 une limite interne d'exposition maximale sur une seule signature (émetteur ou contrepartie d'opérations de gré à gré) à 3,5 % de l'actif net du FRR, hors émetteurs souverains pour lesquels des limites spécifiques ont été fixées en fonction de la notation de l'émetteur.

## Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Le risque de change du portefeuille de performance est couvert à 90 % via des contrats de change à terme renouvelés périodiquement, à l'exception du risque de change sur les devises émergentes pour lesquelles l'évolution des cours peut constituer un élément de la recherche de performance globale. Le risque de change de la poche de couverture est totalement couvert depuis 2011.

Cette couverture améliore statistiquement le couple rendement-risque pour les devises des pays développés car elle réduit la volatilité du portefeuille sans pour autant diminuer la performance nette. Par ailleurs, le calcul du risque de marché sur les positions en devises a été amélioré par une affectation de l'effet change à chacune des classes d'actifs concernées.

## Les risques d'écart de suivi de la performance du portefeuille et des gérants par rapport à celle attendue de l'allocation stratégique (risque relatif à la performance des gérants)

La volatilité des écarts entre la performance de l'allocation stratégique et les performances de l'allocation réelle se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (« Tracking Error » ou TE). Cette notion se définit comme l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille et l'allocation cible de référence.

Plus précisément, deux composantes de cet indicateur sont suivies :

- la TE de sélection des mandats, représente l'écart de la gestion du mandat par rapport à son benchmark. Cette TE de sélection des mandats est de 25 points de base à fin 2013 ;
- la TE globale du portefeuille réel par rapport à l'allocation stratégique cible ressort à 50 points de base à fin 2013 après avoir atteint un maximum de 66 points de base en cours d'année.

En 2013, les gérants ont tous respecté les limites de TE ex ante définies dans leur mandat de gestion. Enfin, l'amélioration du dispositif d'analyse des sources d'écarts de performance entre le portefeuille et l'allocation stratégique cible a été poursuivie en 2013 selon différents axes (gestion flexible, sélection d'indices optimisés, gestions déléguées, etc.).

1. « Continuous Linked Settlement » : Système de compensation et de déboucement qui diminue le risque de contrepartie.

## Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés

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

Le FRR applique les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers définis par la réglementation AMF<sup>2</sup> de novembre 2011 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC. Ces principes proposent deux méthodes de mesures mises en œuvre par le FRR :

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

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. La valeur de l'engagement à fin 2013 est de 8,06 % contre 12,48 % à fin 2012, et reste donc très en deçà de la limite réglementaire de 100 %.

## Le risque de liquidité des actifs gérés

Le FRR gère notamment deux limites :

- une limite d'emprise sur le capital des sociétés : le FRR ne peut posséder plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille de capital investissement) ;
- une limite d'emprise sur les OPC : le FRR a fixé sa limite de détention maximale dans un OPC à 20 %, avec un premier seuil d'alerte à 15 % (à l'exception de cas dérogatoires très spécifiques).

## LES RISQUES OPÉRATIONNELS

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

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie sur des exercices réguliers de cartographie des risques et sur le suivi des plans d'actions issus de ces cartographies. Par ailleurs, les incidents opérationnels sont recensés et analysés afin d'identifier les impacts, les actions correctrices et les améliorations destinées à éviter qu'ils ne se reproduisent. L'analyse de l'incident, l'évaluation des impacts et les mesures correctrices et d'amélioration font l'objet d'une présentation et d'une validation en comités des risques. Les mandats de gestion représentent l'essentiel du

portefeuille du FRR. Le FRR apporte donc une attention toute particulière à l'ensemble du processus de sélection et de gestion des mandats : sélection des gérants dans le cadre du code des marchés publics, suivi des prestations et des portefeuilles gérés en cours de vie des mandats, suivi des incidents, processus de surveillance des gérants n'ayant pas respecté leurs obligations.

Enfin, les impacts et conséquences de différents scénarios de nature à compromettre la continuité de l'activité du FRR ont été analysés (pandémie, crue, incendie, défaillance fournisseur...). Des mesures préventives et de continuité ainsi qu'un test annuel de repli sur un site extérieur sont mis en œuvre.

## LA CONFORMITÉ

### La déontologie

Le FRR veille à tous les niveaux à ce que ses collaborateurs respectent un cadre déontologique très strict. Le cadre déontologique applicable aux trois membres du directoire est encadré par le code de la sécurité sociale. Par ailleurs, un code de déontologie, définissant les règles de bonne conduite professionnelle et personnelle, s'applique à l'ensemble du personnel.

Le risque de blanchiment est limité par nature compte tenu des modalités d'intervention du FRR, et fait en outre l'objet de diligences spécifiques dans le processus de sélection des gérants.

### La conformité des investissements et du portefeuille

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

Le contrôle du respect de la conformité constitue un objectif partagé par l'ensemble des collaborateurs du FRR :

- le respect de la conformité du mandat par rapport aux règles édictées dans la documentation étant une obligation pour chaque société de gestion, le FRR contrôle quotidiennement le respect par les gérants de leurs obligations contractuelles ;
- le FRR vérifie également que les investissements réalisés via des OPC sont conformes aux règles internes ;
- le FRR s'assure enfin du respect de ses ratios réglementaires (dispersion par émetteur, emprise sur le capital des sociétés détenues, exposition au risque devises, exposition aux fonds collectifs, différents ratios d'engagement).

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

# ORGANISATION & COÛTS

## ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

L'année 2013 a reflété la poursuite de la décroissance des effectifs, en cohérence avec la nécessaire maîtrise des coûts qui caractérise la mise en œuvre du modèle économique du FRR.

L'organisation a ainsi été calibrée à 49 emplois en 2013, contre 51 en 2012, un certain nombre de fonctions ayant été redéployées. Le plafond des emplois autorisé, qui était de 56 en 2010 passera à 48 en 2014, soit une baisse de 14,3 % en quatre ans. Dans les années à venir, le FRR veillera à préserver une stricte maîtrise de ses coûts, tout en maintenant un niveau exigeant de sécurisation de ses processus.

Par ailleurs le FRR a enregistré en 2013, et pour la troisième année consécutive, un taux de rotation de ses effectifs en baisse par rapport à 2012 (6 % contre 12 % l'année précédente et 25 % en 2011). Les recrutements ont privilégié une politique de promotion interne et d'embauche de collaborateurs plus jeunes.

## LES COÛTS AU FRR

Le total des charges s'est élevé à 91,8 millions d'euros en 2013, en hausse de 18 % par rapport à 2012.

Cette variation significative des dépenses est due essentiellement à la décision de prendre en compte sur l'exercice clos des commissions de surperformance in-fine relatives aux mandats actions US, Japon et Europe initiés en 2010, et qui arrivent à terme au cours du premier trimestre 2014. En 2013, l'ensemble des commissions de gestion (fixes et variables) s'élève à 70 millions d'euros, contre 55,2 millions d'euros en 2012, représentant 76,3 % du total des charges. Les commissions de surperformance relatives aux mandats actions représentent environ 28,9 millions d'euros. Les commissions de gestion financière variables intègrent également 10,9 millions d'euros de frais liés à la surperformance des mandats de crédit investment grade (contre 27 millions d'euros en 2012). Ces commissions de surperformance viennent rémunérer les gérants de créations de valeur qui sont de l'ordre de quatre fois supérieures à la commission versée.

Les charges de gestion financière fixes (26,7 millions d'euros de crédits évaluatifs pour 2013) sont en hausse par rapport au niveau de celles de 2012 (22,8 millions d'euros). Cette progression trouve son explication dans l'activation, au cours du premier

Le changement de teneur de compte de la CDC opéré en mai 2013 a permis de réduire sensiblement les coûts de conservation et d'administration de fonds.

semestre 2013, de nouveaux mandats ISR et des mandats ADECE (Actions des pays développés exposées à la croissance des économies émergentes) dont la tarification est plus élevée que celle des mandats plus standards. Cette augmentation est aussi liée au poids plus important qu'occupe le lot Crédit Euros dans l'allocation stratégique 2013.

En moyenne, le taux de commissions de la gestion sous mandat<sup>1</sup> ressort pour l'année 2013 à 18,5 points de base, dont 11,1 points de base de frais variables.

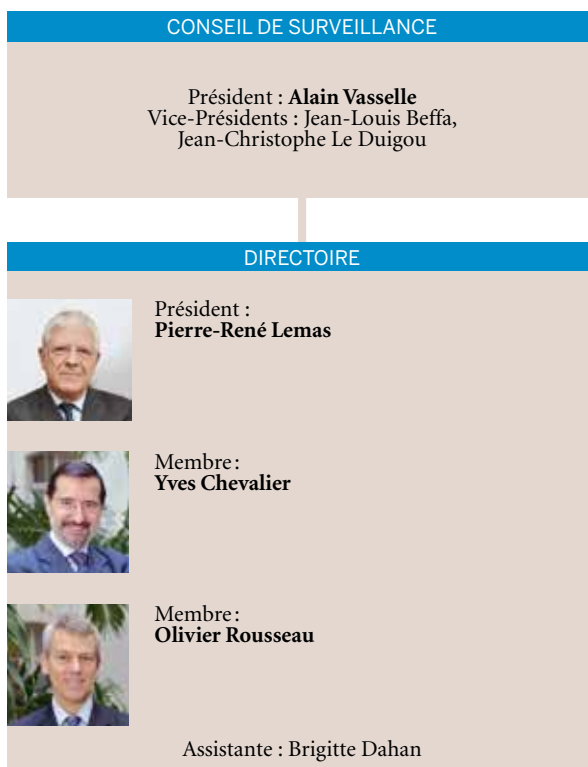
Concernant les autres charges évaluatives, le changement de teneur de compte de la CDC opéré en mai 2013 a permis de réduire sensiblement les coûts de conservation et d'administration de fonds (9,4 millions d'euros contre 10,8 millions d'euros en 2012, soit - 12,9 %, incluant les coûts liés à la bascule de CACEIS vers BPSS). Cette tendance devrait se confirmer après un exercice complet avec le nouveau prestataire au cours de l'année 2014.

Globalement, les frais variables par nature (commissions de gestion, frais de conservation et d'administration de fonds, soit 79,5 millions d'euros au total) ont représenté 87 % des coûts en 2013 (91,8 millions d'euros), contre environ 85 % en 2012. Enfin, les frais de structure (charges de personnel, informatique, consultants et autres frais généraux) sont en hausse de 0,5 million d'euros par rapport à 2012 (12,3 millions d'euros), mais ne représentent que 0,034 % de l'actif géré. Dans ce poste, les frais de personnel réels ont enregistré une hausse de 7 % par rapport à 2012, l'effectif du Fonds ayant connu un turn-over moindre en 2013, avec pour conséquence un effectif en année pleine plus conséquent sur l'ensemble de l'exercice.

1. Hors gestion overlay.



# ORGANIGRAMME\*



*\*Au 30 juin 2014.*





# LES INSTANCES DIRIGEANTES

## CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 31 mai 2014

**PRÉSIDENT** Alain Vasselle

### MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Michel Issindou *suppléant* Charles De Courson

Bérangère Poletti *suppléante* Gisele Biemouret

### MEMBRES DU SÉNAT

Francis Delattre *suppléant* Bertrand Auban

Muguette Dini *suppléant* Georges Labazée

### PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

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

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

#### Confédération générale du travail

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

#### Confédération générale du travail –

##### Force ouvrière

Jean-Jacques Poujade *suppléant* Philippe Pihet

#### Confédération française démocratique du travail

Yves Canevet *suppléant* Philippe Le Clezio

#### Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni *suppléant*

Pierre Alexis Van Den Boomgaerde

#### Confédération française de l'encadrement – CGC

Pierre Roger *suppléant* Marie-Christine Oberst

### REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

#### Mouvement des entreprises de France

Agnès Canarelli *suppléant* Éric Delabrière

Valérie Corman *suppléante* Émilie Martinez

Alain Leclair *suppléant* Jean-Claude Guéry

#### Confédération générale des PME

Geneviève Roy *suppléant* Georges Tissé

#### Union professionnelle artisanale

Albert Quenet *suppléante* Berthe Duguey

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

Thomas Fatome *suppléant* Jonathan Bosredon

Arnaud Jullian *suppléante* Marie Daude

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

Delphine d'Amarzit *suppléant* Thomas Groh

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

Denis Morin *suppléant* Gautier Bailly

## DIRECTOIRE

### DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

### MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier

Olivier Rousseau

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

### PRÉSIDENT

Olivier Rousseau

### MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Catherine Guinefort, Ancienne gérante en société de gestion d'actifs

Thierry Coste, Membre du collège de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution

Jean-François Marie, Ancien dirigeant de société financière

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

A solid blue vertical bar runs along the left edge of the page.

# éléments financiers

RAPPORT ANNUEL 2013

## SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

**L**e résultat 2013 est excédentaire de 1,861 milliard d'euros après un résultat 2012 également positif de 1,271 milliard d'euros.

La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 prévoit qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011 et jusqu'en 2024, le FRR verse chaque année 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES).

Le Fonds a versé cette somme à la CADES le 25 avril 2013, enregistrant une réduction de ses capitaux permanents à due concurrence.

Les comptes de l'année 2013 confirment cependant la robustesse de la situation financière du FRR déjà constatée en 2012 et 2011.

La contribution CNIEG est valorisée à 4,06 milliards d'euros, en progression de 199 millions d'euros.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 36,07 milliards d'euros.

Le résultat financier 2013 est excédentaire de 1,952 milliard d'euros, après un résultat 2012 également positif de 1,349 milliard d'euros.

**Le résultat financier 2013 est excédentaire de 1,952 milliard d'euros, après un résultat 2012 également positif de 1,349 milliard d'euros.**

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts déjà positifs en 2012 à 2,4313 milliards d'euros s'élèvent au 31 décembre 2012 à 2,1432 milliards d'euros.

L'analyse du résultat financier permet d'évaluer la contribution de chaque catégorie de produit ou de charge à la formation du résultat de l'exercice.

Les revenus des valeurs mobilières s'élèvent à 894,8 millions d'euros contre 878,6 millions d'euros en 2012.

Les opérations de change dégagent un gain net de 475,7 millions d'euros, contre une perte nette de - 311,1 millions d'euros en 2012.

Les cessions de valeurs mobilières dégagent un excédent de 606,8 millions d'euros, contre 921,7 millions d'euros en 2012.

Enfin, les instruments financiers à terme (futures) enregistrent un gain net de 214,4 millions d'euros contre 64,4 millions d'euros en 2012.

# BILAN

## AU 31/12/2013

| <b>ACTIF</b> – en euros                           | <b>31/12/2013</b>        | <b>31/12/2012</b>        |
|---------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Immobilisations</b>                            | <b>1 830 651,16</b>      | <b>1 249 954,90</b>      |
| <b>Créances</b>                                   | <b>8 272 231 827,18</b>  | <b>8 583 856 988,07</b>  |
| Dotations affectées au FRR à recevoir             | —                        | —                        |
| Créances d'exploitation                           | 3 456,80                 | —                        |
| Créances liées aux instruments financiers         | 22 720 254,18            | 14 680 652,45            |
| Créances liées aux opérations de change           | 8 127 348 002,01         | 8 402 633 417,64         |
| Créances liées aux instruments financiers à terme | 122 160 114,19           | 166 542 917,98           |
| <b>Valeurs mobilières</b>                         | <b>33 883 662 883,84</b> | <b>33 816 943 199,15</b> |
| Actions                                           | 8 280 440 959,84         | 7 218 607 076,96         |
| Obligations                                       | 19 138 061 635,66        | 18 212 769 890,89        |
| Titres de créances négociables                    | 471 349 290,63           | 1 429 081 323,46         |
| OPCVM                                             | 5 329 605 509,36         | 6 314 675 867,69         |
| Fonds de capital investissement                   | 627 221 242,93           | 641 809 040,15           |
| Organismes de titrisation                         | 36 984 245,42            | —                        |
| <b>Disponibilités</b>                             | <b>2 187 290 504,32</b>  | <b>2 449 951 291,35</b>  |
| <b>Charges constatées d'avance</b>                | <b>206 008,00</b>        | <b>175 902,61</b>        |
| <b>TOTAL</b>                                      | <b>44 345 221 874,50</b> | <b>44 852 177 336,08</b> |

| <b>PASSIF</b> – en euros                        | <b>31/12/2013</b>        | <b>31/12/2012</b>        |
|-------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Capitaux propres</b>                         | <b>9 070 311 279,47</b>  | <b>7 494 004 608,99</b>  |
| Dotations                                       | 2 870 680 121,97         | 2 867 263 653,36         |
| Réserves                                        | 2 195 435 504,12         | 924 229 291,98           |
| Écart d'estimation                              | 2 143 157 507,77         | 2 431 305 451,51         |
| Résultat de l'exercice                          | 1 861 038 145,61         | 1 271 206 212,14         |
| <b>Dettes</b>                                   | <b>35 274 710 962,87</b> | <b>37 356 846 667,16</b> |
| Dotations affectées au FRR perçues d'avance     | —                        | —                        |
| Contribution exceptionnelle CNIEG               | 4 065 294 648,08         | 3 866 531 817,83         |
| Dette CADES - 1 an                              | 2 100 000 000,00         | 2 100 000 000,00         |
| Dette CADES + 1 an                              | 21 000 000 000,00        | 23 100 000 000,00        |
| Dettes d'exploitation                           | 63 841 955,34            | 43 982 296,91            |
| Dettes liées aux instruments financiers         | 13 416 402,35            | 10 334 276,15            |
| Dettes liées aux opérations de change           | 8 030 015 310,12         | 8 233 106 634,19         |
| Dettes liées aux instruments financiers à terme | 2 142 646,98             | 2 891 642,08             |
| <b>Produits constatés d'avance</b>              | <b>199 632,16</b>        | <b>1 326 059,93</b>      |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>44 345 221 874,50</b> | <b>44 852 177 336,08</b> |

# COMPTE DE RÉSULTAT

## AU 31/12/2013

| <b>CHARGES</b> – en euros                     | <b>31/12/2013</b>       | <b>31/12/2012</b>       |
|-----------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Services extérieurs                           | 90 459 558,39           | 76 641 286,25           |
| Impôts et taxes                               | 75 563,92               | 70 967,63               |
| Frais de personnel                            | 860 292,21              | 855 122,18              |
| Amortissement                                 | 400 964,74              | 302 716,16              |
| <b>Charges d'exploitation</b>                 | <b>91 796 379,26</b>    | <b>77 870 092,22</b>    |
| Pertes de change                              | 300 710 610,54          | 740 057 423,66          |
| Charges sur instruments financiers à terme    | 270 553 840,73          | 517 415 105,53          |
| Charges sur cession de valeurs mobilières     | 271 719 633,83          | 320 753 599,82          |
| Autres charges financières                    | 87 034 742,63           | 204 975 539,68          |
| Attribution de la part du résultat à la CNIEG | 235 175 480,51          | 150 338 244,74          |
| <b>Charges financières</b>                    | <b>1 165 194 308,24</b> | <b>1 933 539 913,43</b> |
| <b>Charges exceptionnelles</b>                | <b>–</b>                | <b>–</b>                |
| <b>Total charges</b>                          | <b>1 256 990 687,50</b> | <b>2 011 410 005,65</b> |
| <b>Résultat de l'exercice</b>                 | <b>1 861 038 145,61</b> | <b>1 271 206 212,14</b> |
| <b>TOTAL</b>                                  | <b>3 118 028 833,11</b> | <b>3 282 616 217,79</b> |

| <b>PRODUITS</b> – en euros                  | <b>31/12/2013</b>       | <b>31/12/2012</b>       |
|---------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Revenus des valeurs mobilières              | 894 870 626,27          | 878 555 934,29          |
| Gains de change                             | 776 420 736,08          | 428 957 081,60          |
| Produits sur instruments financiers à terme | 484 927 934,92          | 581 856 406,45          |
| Produits sur cession de valeurs mobilières  | 878 503 127,98          | 1 242 490 332,59        |
| Autres produits financiers                  | 82 845 602,54           | 150 756 462,86          |
| <b>Produits financiers</b>                  | <b>3 117 568 027,79</b> | <b>3 282 616 217,79</b> |
| <b>Produits exceptionnels</b>               | <b>460 805,32</b>       | <b>–</b>                |
| <b>Total produits</b>                       | <b>3 118 028 833,11</b> | <b>3 282 616 217,79</b> |
| <b>TOTAL</b>                                | <b>3 118 028 833,11</b> | <b>3 282 616 217,79</b> |

## ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2013

### RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les OPCVM sont valorisés sur la base de la dernière valeur liquidative connue. Les ETF (*exchange traded fund*) sont évalués au dernier cours coté.

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

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

Les positions de change à terme sont valorisées à la fois, par amortissement linéaire du montant de report/déport initial et par la valorisation de la position devise au taux de change WM/Reuters *closing spot rates*.

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

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

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

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

Les immobilisations corporelles sont amorties linéairement sur une durée de 3 ans.

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

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

Conformément à l'avenant n° 1 du 20 mars 2009, modifiant la convention du 12 juillet 2005, conclu entre le FRR et la CNAVTS, le FRR procède désor-

mais à la détermination de la quote-part revenant à la soulte selon une base annuelle.

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

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

## PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

### BILAN

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

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

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

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

Les « Valeurs mobilières » sont classées en six catégories : actions, obligations, titres de créances négociables, OPCVM, fonds de capital investissement et organismes de titrisation. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les organismes de titrisation.

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

### LES « CAPITAUX PROPRES » REGROUPENT :

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

### LA RUBRIQUE « CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG » COMPREND :

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

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

## COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS À L'ACTIF

### IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

| Immobilisations               |                                     |                   |            |                                       |                                | Amortissements      |            |                                | Valeur nette comptable |
|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------|------------|---------------------------------------|--------------------------------|---------------------|------------|--------------------------------|------------------------|
| Rubriques et postes           | Valeur brute au début de l'exercice | Augmentation      | Diminution | Valeurs brutes à la fin de l'exercice | Cumulés au début de l'exercice | Dotation            | Diminution | Cumulés à la fin de l'exercice |                        |
| Immobilisations incorporelles | 2 835 903,44                        | 981 661,00        | –          | 3 817 564,44                          | - 1 586 932,27                 | - 400 226,94        | –          | - 1 987 159,21                 | 1 830 405,23           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>             | <b>2 835 903,44</b>                 | <b>981 661,00</b> | <b>–</b>   | <b>3 817 564,44</b>                   | <b>- 1 586 932,27</b>          | <b>- 400 226,94</b> | <b>–</b>   | <b>- 1 987 159,21</b>          | <b>1 830 405,23</b>    |
| Immobilisations corporelles   | 12 712,31                           | –                 | –          | 12 712,31                             | - 11 728,58                    | - 737,80            | –          | - 12 466,38                    | 245,93                 |
| <b>SOUS-TOTAL</b>             | <b>12 712,31</b>                    | <b>–</b>          | <b>–</b>   | <b>12 712,31</b>                      | <b>- 11 728,58</b>             | <b>- 737,80</b>     | <b>–</b>   | <b>- 12 466,38</b>             | <b>245,93</b>          |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>2 848 615,75</b>                 | <b>981 661,00</b> | <b>–</b>   | <b>3 830 276,75</b>                   | <b>- 1 598 660,85</b>          | <b>- 400 964,74</b> | <b>–</b>   | <b>- 1 999 625,59</b>          | <b>1 830 651,16</b>    |

### CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances – en euros

|                                                 | 31/12/2013              |
|-------------------------------------------------|-------------------------|
| <b>liées aux instruments financiers</b>         |                         |
| Coupons échus à l'encaissement                  | 7 441 375,34            |
| Ventes en attente de règlement                  | 10 972 138,16           |
| Commissions / ristournes à recevoir             | 999 722,11              |
| Trop versé sur frais de gestion variables       | 3 307 018,57            |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>22 720 254,18</b>    |
| <b>liées aux opérations de change</b>           |                         |
| Achats à terme                                  | 4 118 696,57            |
| Devises à recevoir à terme                      | 8 100 619 070,61        |
| Devises à recevoir au comptant                  | 1 123 801,15            |
| Déport                                          | 21 486 433,68           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>8 127 348 002,01</b> |
| <b>liées aux instruments financiers à terme</b> |                         |
| Dépôts de garantie                              | 120 050 860,02          |
| Marge à recevoir                                | 2 109 254,17            |
| Écart d'estimation sur swaps                    | –                       |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>122 160 114,19</b>   |



## VALEURS MOBILIÈRES

## VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

## Portefeuille au 31 décembre 2012 – en euros

|                        | Valeur d'acquisition     | Écarts d'estimation <sup>1</sup> | Coupons courus        | Valeur bilan             |
|------------------------|--------------------------|----------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Actions                | 6 577 278 557,04         | 641 328 519,92                   | –                     | 7 218 607 076,96         |
| Obligations            | 16 656 265 437,27        | 1 192 235 401,54                 | 364 269 052,08        | 18 212 769 890,89        |
| TCN                    | 1 429 422 288,10         | - 340 964,64                     | –                     | 1 429 081 323,46         |
| OPCVM                  | 5 856 270 519,29         | 458 405 348,40                   | –                     | 6 314 675 867,69         |
| Capital Investissement | 518 921 307,22           | 122 887 732,93                   | –                     | 641 809 040,15           |
| <b>TOTAL</b>           | <b>31 038 158 108,92</b> | <b>2 414 516 038,15</b>          | <b>364 269 052,08</b> | <b>33 816 943 199,15</b> |

## Portefeuille au 31 décembre 2013 – en euros

|                           | Valeur d'acquisition     | Écarts d'estimation <sup>1</sup> | Coupons courus        | Valeur bilan             |
|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Actions                   | 6 846 223 319,50         | 1 434 217 640,34                 | –                     | 8 280 440 959,84         |
| Obligations               | 18 386 326 057,62        | 367 157 306,66                   | 384 578 271,38        | 19 138 061 635,66        |
| TCN                       | 471 399 809,80           | - 50 519,17                      | –                     | 471 349 290,63           |
| OPCVM                     | 5 224 645 807,40         | 104 959 701,96                   | –                     | 5 329 605 509,36         |
| Capital investissement    | 456 135 064,09           | 171 086 178,84                   | –                     | 627 221 242,93           |
| Organismes de titrisation | 36 578 141,93            | 222 284,03                       | 183 819,46            | 36 984 245,42            |
| <b>TOTAL</b>              | <b>31 421 308 200,34</b> | <b>2 077 592 592,66</b>          | <b>384 762 090,84</b> | <b>33 883 662 883,84</b> |

|                           | 31/12/2012               | 31/12/2013               |
|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Actions                   | 7 218 607 076,96         | 8 280 440 959,84         |
| Obligations               | 18 212 769 890,89        | 19 138 061 635,66        |
| TCN                       | 1 429 081 323,46         | 471 349 290,63           |
| OPCVM                     | 6 314 675 867,69         | 5 329 605 509,36         |
| Capital Investissement    | 641 809 040,15           | 627 221 242,93           |
| Organismes de titrisation | –                        | 36 984 245,42            |
| <b>TOTAL</b>              | <b>33 816 943 199,15</b> | <b>33 883 662 883,84</b> |

1. Écarts d'estimation avant répartition de la quote-part CNIEG.

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

|                 | 31/12/2012      | 31/12/2013      |
|-----------------|-----------------|-----------------|
| < 3 mois        | 1,10 %          | 1,71 %          |
| > 3 mois < 1 an | 6,65 %          | 3,67 %          |
| 1 à 3 ans       | 9,35 %          | 9,51 %          |
| 3 à 5 ans       | 12,78 %         | 15,81 %         |
| 5 à 7 ans       | 15,21 %         | 28,97 %         |
| 7 à 10 ans      | 33,48 %         | 33,07 %         |
| 10 à 15 ans     | 16,97 %         | 2,05 %          |
| > 15 ans        | 4,46 %          | 5,21 %          |
|                 | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> |

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

|               | 31/12/2012      | 31/12/2013      |
|---------------|-----------------|-----------------|
| Taux fixe     | 93,59 %         | 97,57 %         |
| Taux indexé   | 6,19 %          | 2,04 %          |
| Taux variable | 0,22 %          | 0,39 %          |
|               | <b>100,00 %</b> | <b>100,00 %</b> |

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION

en euros

| Devise                             | Actions                 | Obligations              | TCN                   | OPCVM <sup>2</sup>      | OT <sup>3</sup>      | LP <sup>4</sup> et FCPR | Total                    |
|------------------------------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|
| AUD                                | 207 625 083,94          | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 207 625 083,94           |
| CAD                                | 92 992 943,89           | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 92 992 943,89            |
| CHF                                | 243 364 415,84          | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 243 364 415,84           |
| DKK                                | 95 244 309,91           | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 95 244 309,91            |
| EUR                                | 3 710 908 189,50        | 16 232 987 793,69        | 471 149 658,47        | 2 309 242 099,58        | 36 984 245,42        | 375 147 491,27          | 23 136 419 477,93        |
| GBP                                | 748 082 565,10          | —                        | —                     | 68 066 946,34           | —                    | —                       | 816 149 511,44           |
| HKD                                | 109 639 114,77          | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 109 639 114,77           |
| JPY                                | 591 670 891,31          | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 591 670 891,31           |
| NOK                                | 60 548 867,22           | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 60 548 867,22            |
| NZD                                | 5 414 722,02            | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 5 414 722,02             |
| SEK                                | 122 296 495,82          | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 122 296 495,82           |
| SGD                                | 55 298 704,56           | —                        | —                     | —                       | —                    | —                       | 55 298 704,56            |
| USD                                | 2 237 354 655,96        | 2 905 073 841,97         | —                     | 2 952 296 463,44        | —                    | 252 073 751,66          | 8 346 798 713,03         |
| <b>TOTAL NET D'IPA<sup>5</sup></b> | <b>8 280 440 959,84</b> | <b>19 138 061 635,66</b> | <b>471 149 658,47</b> | <b>5 329 605 509,36</b> | <b>36 984 245,42</b> | <b>627 221 242,93</b>   | <b>33 883 463 251,68</b> |

|                                  |                   |
|----------------------------------|-------------------|
| IPA sur bons du Trésor           | 68 002,85         |
| IPA sur bons du Trésor étrangers | 32 180,02         |
| IPA sur certificats de dépôts    | 95 095,55         |
| IPA sur billets de trésorerie    | 4 353,74          |
| <b>Total IPA</b>                 | <b>199 632,16</b> |

|                           |                         |                          |                       |                         |                      |                       |                          |
|---------------------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|--------------------------|
| <b>TOTAL PORTEFEUILLE</b> | <b>8 280 440 959,84</b> | <b>19 138 061 635,66</b> | <b>471 349 290,63</b> | <b>5 329 605 509,36</b> | <b>36 984 245,42</b> | <b>627 221 242,93</b> | <b>33 883 662 883,84</b> |
|---------------------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|--------------------------|

2. Dont Exchange Traded Funds.

3. Organismes de titrisation.

4. Limited Partnership : Fonds de capital investissement.

5. IPA : Intérêts perçus d'avance.

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2013  
en euros

| Valeurs mobilières                     | Total net d'IPA          | IPA               | Total portefeuille       |
|----------------------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|
| <b>Actions</b>                         |                          |                   |                          |
| Européennes zone euro                  | 3 705 761 761,10         | —                 | 3 705 761 761,10         |
| Européennes hors zone euro             | 1 274 683 082,29         | —                 | 1 274 683 082,29         |
| Amérique                               | 2 330 347 599,85         | —                 | 2 330 347 599,85         |
| Asie hors Japon                        | 377 977 625,29           | —                 | 377 977 625,29           |
| Japon                                  | 591 670 891,31           | —                 | 591 670 891,31           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>8 280 440 959,84</b>  |                   | <b>8 280 440 959,84</b>  |
| <b>Obligations</b>                     |                          |                   |                          |
| Européennes zone euro                  | 16 232 987 793,69        | —                 | 16 232 987 793,69        |
| Amérique                               | 2 905 073 841,97         | —                 | 2 905 073 841,97         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>19 138 061 635,66</b> |                   | <b>19 138 061 635,66</b> |
| <b>Titres de créances négociables</b>  |                          |                   |                          |
| Européens zone euro                    | 471 149 658,47           | 199 632,16        | 471 349 290,63           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>471 149 658,47</b>    | <b>199 632,16</b> | <b>471 349 290,63</b>    |
| <b>OPCVM</b>                           |                          |                   |                          |
| Européens zone euro                    | 2 309 242 099,58         | —                 | 2 309 242 099,58         |
| Européens hors zone euro               | 68 066 946,34            | —                 | 68 066 946,34            |
| Amérique                               | 2 952 296 463,44         | —                 | 2 952 296 463,44         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>5 329 605 509,36</b>  |                   | <b>5 329 605 509,36</b>  |
| <b>Fonds de capital investissement</b> |                          |                   |                          |
| Europe                                 | 375 147 491,27           | —                 | 375 147 491,27           |
| Amérique                               | 252 073 751,66           | —                 | 252 073 751,66           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>627 221 242,93</b>    |                   | <b>627 221 242,93</b>    |
| <b>Organismes de titrisation</b>       |                          |                   |                          |
| Europe                                 | 36 984 245,42            | —                 | 36 984 245,42            |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                      | <b>36 984 245,42</b>     |                   | <b>36 984 245,42</b>     |
| <b>TOTAL</b>                           | <b>33 883 463 251,68</b> | <b>199 632,16</b> | <b>33 883 662 883,84</b> |

## FONDS D'INVESTISSEMENT

|                                                   |     | Pantheon Ventures | Access Capital Partners      | Antin Infrastructures   |                   |                              | Total        |                      |
|---------------------------------------------------|-----|-------------------|------------------------------|-------------------------|-------------------|------------------------------|--------------|----------------------|
| Engagements à l'origine                           | EUR | 550 000 000       | 300 000 000                  | 50 000 000              |                   |                              | 900 000 000  |                      |
| Engagements à la date d'arrêté                    | EUR | 257 474 250       | 210 000 000                  | 50 000 000              |                   |                              | 517 474 250  |                      |
| Solde de l'exercice précédent                     | EUR | 174 295 000       | 138 600 000                  | 28 851 320 <sup>6</sup> |                   |                              | 341 746 320  |                      |
| Versements de la période (appels de fonds)        | EUR | 5 200 000         | 2 100 000                    | 6 562 350               |                   |                              | 13 862 350   |                      |
| Reversement provisoire                            | EUR | - 13 529 250      | - 9 450 000                  | - 659 976 <sup>7</sup>  |                   |                              | - 23 639 226 |                      |
| Solde à la date d'arrêté                          | EUR | 165 965 750       | 131 250 000                  | 34 753 694              |                   |                              | 331 969 444  |                      |
| Valorisation à la date d'arrêté                   | EUR | 190 473 902       | 145 124 120                  | 39 549 469              |                   |                              | 375 147 491  |                      |
|                                                   |     |                   |                              |                         |                   |                              |              |                      |
|                                                   |     | NBEL <sup>8</sup> | AXA IM Private Equity Europe | Total                   | NBEL              | AXA IM Private Equity Europe | Total        |                      |
| Engagements à l'origine                           | USD | 679 993 200       | 198 000 000                  | 877 993 200             | EUR <sup>9</sup>  | 523 796 950                  | 152 518 872  | 676 315 822          |
| Engagements à la date d'arrêté                    | USD | 280 711 144       | 198 000 000                  | 478 711 144             | EUR <sup>9</sup>  | 216 231 046                  | 152 518 872  | 368 749 918          |
| Solde de l'exercice précédent                     | USD | 134 230 089       | 113 857 831                  | 248 087 920             | EUR <sup>10</sup> | 94 407 026                   | 82 767 876   | 177 174 902          |
| Versements de la période (appels de fonds)        | USD | —                 | 5 682 916                    | 5 682 916               | EUR <sup>10</sup> | —                            | 4 316 784    | 4 316 784            |
| Distribution d'avoirs                             | USD | - 38 137 651      | - 38 093 575                 | - 76 231 226            | EUR <sup>10</sup> | - 28 511 531                 | - 28 814 628 | - 57 326 159         |
| Solde à la date d'arrêté                          | USD | 96 092 438        | 81 447 172                   | 177 539 610             | EUR <sup>10</sup> | 65 895 495                   | 58 270 032   | 124 165 527          |
| Valorisation à la date d'arrêté                   | USD | 212 880 623       | 134 440 480                  | 347 321 103             | EUR <sup>9</sup>  | 154 496 424                  | 97 577 328   | 252 073 752          |
| <b>Total engagements initiaux (EUR)</b>           |     |                   |                              |                         |                   |                              |              | <b>1 576 315 822</b> |
| <b>Total versements nets sur la période (EUR)</b> |     |                   |                              |                         |                   |                              |              | <b>- 62 786 251</b>  |
| <b>TOTAL VALORISÉ À LA DATE D'ARRÊTÉ (EUR)</b>    |     |                   |                              |                         |                   |                              |              | <b>627 221 243</b>   |

6. Dont 256 508 € versés au titre de la prime de Commission et de la prime de Souscription conformément au règlement du fonds.

7. Dont 418 383,57 € de distribution partielle d'actifs.

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

9. Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,7257421 à la date d'arrêté.

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

## ORGANISMES DE TITRISATION

|                                            |            | Idinvest          | Novo 1                   | Novo 2                   | Total                     |
|--------------------------------------------|------------|-------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| Engagements à l'origine                    | EUR        | 60 000 000        | 78 000 000               | 42 000 000               | 180 000 000               |
| Engagements à la date d'arrêt              | EUR        | 60 000 000        | 78 000 000               | 42 000 000               | 180 000 000               |
| Solde de l'exercice précédent              | EUR        | —                 | —                        | —                        | —                         |
| Versements de la période (appels de fonds) | EUR        | 30 520 000        | 3 049 028 <sup>11</sup>  | 3 009 113 <sup>12</sup>  | 36 578 141                |
| Solde à la date d'arrêt                    | EUR        | 29 480 000        | 75 000 000 <sup>13</sup> | 39 050 000 <sup>13</sup> | 143 530 000 <sup>13</sup> |
| <b>VALORISATION À LA DATE D'ARRÊTÉ</b>     | <b>EUR</b> | <b>30 958 936</b> | <b>3 014 544</b>         | <b>3 010 765</b>         | <b>36 984 245</b>         |

11. Dont 49 028 € de prime d'émission.

12. Dont 59 113 € de prime d'émission.

13. Solde à la date d'arrêt hors prime d'émission.

## DISPONIBILITÉS

Devises – en euros

|              | Total                   |
|--------------|-------------------------|
| AUD          | 34 197 896,66           |
| CAD          | 16 946 009,04           |
| CHF          | 18 757 114,98           |
| DKK          | 1 161 171,95            |
| EUR          | 1 270 959 598,58        |
| GBP          | 117 378 277,11          |
| HKD          | 37 026 676,58           |
| JPY          | 80 244 351,95           |
| NOK          | 2 757 757,31            |
| NZD          | 12 889,21               |
| SEK          | 1 346 435,64            |
| SGD          | 172 818,85              |
| USD          | 606 329 506,46          |
| <b>TOTAL</b> | <b>2 187 290 504,32</b> |

## COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU PASSIF

### ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

| Capitaux propres                 | 31/12/2012               | Affectation<br>résultat 2012 | Résultat<br>2013        | Variation             |                         | 31/12/2013               |
|----------------------------------|--------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|
|                                  |                          |                              |                         | +                     | -                       |                          |
| Dotations                        | 2 867 263 653,36         | –                            | –                       | –                     | 3 416 468,61            | 2 870 680 121,97         |
| Réserves                         | 924 229 291,98           | 1 271 206 212,14             | –                       | –                     | –                       | 2 195 435 504,12         |
| Écarts d'estimation              | 2 431 305 451,51         | –                            | –                       | –                     | 288 147 943,74          | 2 143 157 507,77         |
| Résultat de l'exercice           | 1 271 206 212,14         | - 1 271 206 212,14           | 1 861 038 145,61        | –                     | –                       | 1 861 038 145,61         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                | <b>7 494 004 608,99</b>  | <b>–</b>                     | <b>1 861 038 145,61</b> | <b>3 416 468,61</b>   | <b>288 147 943,74</b>   | <b>9 070 311 279,47</b>  |
| <b>Dettes long terme</b>         | <b>31/12/2012</b>        |                              |                         |                       |                         | <b>31/12/2013</b>        |
| CNIEG                            | 3 866 531 817,83         | –                            | –                       | 198 762 830,25        | –                       | 4 065 294 648,08         |
| CADES + 1 an                     | 23 100 000 000,00        | –                            | –                       | –                     | 2 100 000 000,00        | 21 000 000 000,00        |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                | <b>26 966 531 817,83</b> | <b>–</b>                     | <b>–</b>                | <b>198 762 830,25</b> | <b>2 100 000 000,00</b> | <b>25 065 294 648,08</b> |
| <b>TOTAL CAPITAUX PERMANENTS</b> | <b>34 460 536 426,82</b> | <b>–</b>                     | <b>1 861 038 145,61</b> | <b>202 179 298,86</b> | <b>2 388 147 943,74</b> | <b>34 135 605 927,55</b> |

45

### RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

|                         | 2010           | 2011           | 2012             | 2013             |
|-------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Résultats de l'exercice | 603 069 148,26 | 321 160 143,72 | 1 271 206 212,14 | 1 861 038 145,61 |

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

### DETTES – en euros

#### ÉCHÉANCIER DES DETTES

| Dettes                                          | Total                    | - 1 an                   | + 1 an                   | dont 1 à 5 ans          | dont plus de 5 ans       |
|-------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Contribution exceptionnelle CNIEG               | 4 065 294 648,08         | –                        | 4 065 294 648,08         | –                       | 4 065 294 648,08         |
| Dette CADES                                     | 23 100 000 000,00        | 2 100 000 000,00         | 21 000 000 000,00        | 8 400 000 000,00        | 12 600 000 000,00        |
| Dettes d'exploitation                           | 63 841 955,34            | 63 841 955,34            | –                        | –                       | –                        |
| Dettes liées aux instruments financiers         | 13 416 402,35            | 13 416 402,35            | –                        | –                       | –                        |
| Dettes liées aux opérations de change           | 8 030 015 310,12         | 8 030 015 310,12         | –                        | –                       | –                        |
| Dettes liées aux instruments financiers à terme | 2 142 646,98             | 2 142 646,98             | –                        | –                       | –                        |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>35 274 710 962,87</b> | <b>10 209 416 314,79</b> | <b>25 065 294 648,08</b> | <b>8 400 000 000,00</b> | <b>16 665 294 648,08</b> |

## CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG – en euros

|                                                 |                          |
|-------------------------------------------------|--------------------------|
| Capitaux propres au 31/12/2012                  | 7 494 004 608,99         |
| Soulte CNIEG au 31/12/2012                      | 3 866 531 817,83         |
| Abondements 2013 (régularisation sur exercices) | 3 416 468,61             |
| Dette CADES au 31/12/2013                       | 23 100 000 000,00        |
|                                                 | <b>34 463 952 895,43</b> |

## QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2013

11,22 %

## Abondements

|                         |                  |              |
|-------------------------|------------------|--------------|
| Dotations au 31/12/2012 | 2 867 263 653,36 | <b>2013</b>  |
| Dotations au 31/12/2013 | 2 870 680 121,97 | 3 416 468,61 |

| Répartition au 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2013       | à répartir       |
|---------------------------|------------|------------------|------------------|
| Charges d'exploitation    | –          | - 91 796 379,26  | - 91 796 379,26  |
| Résultat financier        | –          | 2 187 549 200,06 | 2 187 549 200,06 |
| Résultat exceptionnel     | –          | 460 805,32       | 460 805,32       |

## RÉSULTAT GLOBAL

2 096 213 626,12

2 096 213 626,12

|                                           |                  |                  |                  |
|-------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Écart d'estimation valeurs mobilières     | 2 291 628 305,22 | 1 906 284 129,79 | - 385 344 175,43 |
| Écart d'estimation change                 | - 11 566 535,83  | - 9 612 106,52   | 1 954 429,31     |
| Écart d'estimation change à terme         | 173 693 663,70   | 117 779 659,74   | - 55 914 003,96  |
| Écart d'estimation dérivés                | 707 600,18       | 69 541 135,99    | 68 833 535,81    |
| Écart d'estimation capital Investissement | 122 887 732,93   | 171 308 462,87   | 48 420 729,94    |
| Écart d'estimation swaps                  | 2 511 109,67     | –                | - 2 511 109,67   |

## ÉCART D'ESTIMATION TOTAL

2 579 861 875,87

2 255 301 281,87

- 324 560 594,00

|                                                                     |                  |
|---------------------------------------------------------------------|------------------|
| Résultats financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement | 2 096 213 626,12 |
| Pourcentage de répartition                                          | 11,22 %          |

## À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV

235 175 480,51

|                            |                  |
|----------------------------|------------------|
| Écart d'estimation         | - 324 560 594,00 |
| Pourcentage de répartition | 11,22 %          |

## À PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV

- 36 412 650,26

## Récapitulation

|                                                                    |                 |
|--------------------------------------------------------------------|-----------------|
| Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement | 235 175 480,51  |
| Écart d'estimation                                                 | - 36 412 650,26 |

## TOTAL

198 762 830,24

Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2012

3 866 531 817,83

## CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2013

4 065 294 648,08

## DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

| <b>Dettes</b> – en euros                        | <b>31/12/2013</b>       |
|-------------------------------------------------|-------------------------|
| <b>liées aux instruments financiers</b>         |                         |
| Achats en attente de règlement                  | 13 416 402,35           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>13 416 402,35</b>    |
| <b>liées aux opérations de change</b>           |                         |
| Ventes à terme                                  | 8 022 646 067,88        |
| Devises à livrer à terme                        | 4 134 321,84            |
| Devises à livrer au comptant                    | 1 124 835,27            |
| Report                                          | 2 110 085,13            |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>8 030 015 310,12</b> |
| <b>liées aux instruments financiers à terme</b> |                         |
| Marge à régler                                  | 2 142 646,98            |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>2 142 646,98</b>     |

## PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à 199 632,16€. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN, Bons du Trésor étrangers, Billets de trésorerie).



## COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

### CHARGES D'EXPLOITATION – en euros

|                                                                     | Montant              |
|---------------------------------------------------------------------|----------------------|
| <b>Services extérieurs</b>                                          | <b>90 459 558,39</b> |
| Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)         | 19 498 848,97        |
| Rémunération des sociétés d'investissement                          | 68 152 484,91        |
| Autres services extérieurs                                          | 2 808 224,51         |
| <i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i> | <i>1 877 341,13</i>  |
| <b>Impôts et taxes</b>                                              | <b>75 563,92</b>     |
| <b>Personnel</b>                                                    | <b>860 292,21</b>    |
| <b>Amortissements</b>                                               | <b>400 964,74</b>    |
| <b>TOTAL</b>                                                        | <b>91 796 379,26</b> |

48

### TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

#### Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

| Catégorie                  | CDI      | CDD      | Intérim  | Autres   | Total    |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| DIRECTION                  | 2        | –        | –        | –        | 2        |
| CADRES                     | 1        | –        | –        | –        | 1        |
| EMPLOYÉS                   | 4        | –        | –        | –        | 4        |
| <b>TOTAL</b>               | <b>7</b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>7</b> |
| <b>AUTRES<sup>14</sup></b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>1</b> | <b>–</b> |

14. Président du Conseil de surveillance. Versement d'une indemnité.

## ENGAGEMENTS HORS BILAN

### Contrats de change à terme – en euros

| Codes devises | Devise à recevoir       | %               | Devise à livrer     | %             |
|---------------|-------------------------|-----------------|---------------------|---------------|
| AUD           | 224 220 475,10          | 2,77            | 689 867,04          | 16,69         |
| CAD           | 101 338 028,68          | 1,25            | 144 736,18          | 3,50          |
| CHF           | 239 481 003,75          | 2,96            | 104 316,16          | 2,52          |
| DKK           | 90 964 725,60           | 1,12            | –                   | –             |
| GBP           | 762 526 350,90          | 9,41            | 580 719,39          | 14,05         |
| HKD           | 136 852 483,02          | 1,69            | 916 754,19          | 22,17         |
| JPY           | 614 357 459,59          | 7,58            | –                   | –             |
| NOK           | 57 349 729,29           | 0,71            | 1 023 790,56        | 24,76         |
| NZD           | 4 729 391,57            | 0,06            | –                   | –             |
| SEK           | 106 099 620,41          | 1,31            | –                   | –             |
| SGD           | 50 797 987,05           | 0,63            | 674 138,32          | 16,31         |
| USD           | 5 711 901 815,65        | 70,51           | –                   | –             |
| <b>TOTAL</b>  | <b>8 100 619 070,61</b> | <b>100,00 %</b> | <b>4 134 321,84</b> | <b>100,00</b> |

### Titres et espèces en deposit au 31/12/2013

| Code valeur       | Libellé valeur              | Quantité      | Prix de revient      | Valeur boursière     |
|-------------------|-----------------------------|---------------|----------------------|----------------------|
| XS0997520258      | CA LONDON 2.375 % 11/20 EUR | 11 900 000,00 | 11 882 507,00        | 11 965 363,61        |
| <b>SOUS-TOTAL</b> |                             |               | <b>11 882 507,00</b> | <b>11 965 363,61</b> |

| Code valeur | Libellé valeur | Quantité       | Prix de revient | Valeur boursière |
|-------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|
| DG.AUD      | DEPOSIT AUD    | 198 000,00     | 145 370,14      | 128 554,73       |
| DG.AUD      | DEPOSIT AUD    | 24 000,00      | 16 784,05       | 15 582,39        |
| DG.CAD      | DEPOSIT CAD    | 690 690,00     | 505 414,25      | 471 766,67       |
| DG.CHF      | DEPOSIT CHF    | 2 226 744,00   | 1 807 781,76    | 1 817 008,56     |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 68 798 432,50  | 68 798 432,50   | 68 798 432,50    |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 454 545,00     | 454 545,00      | 454 545,00       |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 93 240,00      | 93 240,00       | 93 240,00        |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 34 965,00      | 34 965,00       | 34 965,00        |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 616 487,00     | 616 487,00      | 616 487,00       |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 1 492 560,00   | 1 492 560,00    | 1 492 560,00     |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 41 958,00      | 41 958,00       | 41 958,00        |
| DG.EUR      | DEPOSIT EUR    | 1 453 870,00   | 1 453 870,00    | 1 453 870,00     |
| DG.GBP      | DEPOSIT GBP    | 2 688 123,00   | 3 131 552,67    | 3 230 917,06     |
| DG.HKD      | DEPOSIT HKD    | 2 728 750,00   | 269 129,71      | 255 398,10       |
| DG.HKD      | DEPOSIT HKD    | 368 750,00     | 35 840,77       | 34 513,25        |
| DG.JPY      | DEPOSIT JPY    | 987 360 000,00 | 7 571 430,19    | 6 817 372,09     |
| DG.JPY      | DEPOSIT JPY    | 1 440 000,00   | 10 965,43       | 9 942,69         |
| DG.USD      | DEPOSIT USD    | 46 031 051,00  | 35 024 438,42   | 33 406 670,29    |
| DG.USD      | DEPOSIT USD    | 135 300,00     | 103 338,81      | 98 192,90        |
| DG.USD      | DEPOSIT USD    | 49 610,00      | 36 722,29       | 36 004,06        |
| DG.USD      | DEPOSIT USD    | 90 200,00      | 66 739,80       | 65 461,93        |
| DG.USD      | DEPOSIT USD    | 933 414,00     | 709 442,72      | 677 417,80       |

|                   |  |  |                       |                       |
|-------------------|--|--|-----------------------|-----------------------|
| <b>SOUS-TOTAL</b> |  |  | <b>122 421 008,51</b> | <b>120 050 860,02</b> |
| <b>TOTAL</b>      |  |  | <b>134 303 515,51</b> | <b>132 016 223,63</b> |

## AUTRES ENGAGEMENTS – en euros

## Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

## FUTURES SUR CHANGE

## Position acheteuse

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours | Eng. HB valorisé        |
|--------------|----------------------|--------|----------|-------|-------------------------|
| EEC0314      | CHI FUTUR EUR/U 0314 | USD    | 9 999,00 | 1,38  | 1 250 691 378,24        |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |       | <b>1 250 691 378,24</b> |

## FUTURES SUR INDICES

## Position acheteuse

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité  | Cours     | Engag. HB valorisé      |
|--------------|----------------------|--------|-----------|-----------|-------------------------|
| AP0314       | SYD FUTURE SPI2 0314 | AUD    | 4,00      | 5 318,00  | 345 279,83              |
| BXF0114      | Mar FUTURE BEL2 0114 | EUR    | 566,00    | 2 923,80  | 16 548 708,00           |
| EMD0314      | CHI FUTURE SPI4 0314 | USD    | 2 207,00  | 1 339,40  | 214 533 405,92          |
| ES0314       | CHI FUTUR SPMIN 0314 | USD    | 1,00      | 1 841,10  | 66 808,19               |
| FCE0114      | Mar CAC40 0114       | EUR    | 3 019,00  | 4 298,50  | 129 771 715,00          |
| FDAX0314     | EUR FUTURE DAX 0314  | EUR    | 529,00    | 9 605,50  | 127 032 737,50          |
| FESX0314     | EUR DJ EURO STO 0314 | EUR    | 21 620,00 | 3 108,00  | 671 949 600,00          |
| FESX0314     | EUR DJ EURO STO 0314 | EUR    | 18,00     | 3 108,00  | 559 440,00              |
| FESX0314     | EUR DJ EURO STO 0314 | EUR    | 195,00    | 3 108,00  | 6 060 600,00            |
| FESX0314     | EUR DJ EURO STO 0314 | EUR    | 40,00     | 3 108,00  | 1 243 200,00            |
| FESX0314     | EUR DJ EURO STO 0314 | EUR    | 15,00     | 3 108,00  | 466 200,00              |
| FSM0314      | EUR FUTURE SMI 0314  | CHF    | 366,00    | 8 112,00  | 24 226 780,91           |
| FTI0114      | Mar FUTURE AEX 0114  | EUR    | 205,00    | 402,35    | 16 496 350,00           |
| HSI0114      | HKF HANG SENG I 0114 | HKD    | 5,00      | 23 333,00 | 545 964,64              |
| RTA0314      | NY RUSSELL 200 0314  | USD    | 1 704,00  | 1 161,40  | 143 626 213,81          |
| SP0314       | CHI SP500 0314       | USD    | 4,00      | 1 841,10  | 1 336 163,73            |
| SP0314       | CHI SP500 0314       | USD    | 6,00      | 1 841,10  | 2 004 245,59            |
| SP0314       | CHI SP500 0314       | USD    | 2,00      | 1 841,10  | 668 081,86              |
| TP0314       | TOK TOPIX 0314       | JPY    | 2 057,00  | 1 302,50  | 184 992 231,54          |
| TP0314       | TOK TOPIX 0314       | JPY    | 4,00      | 1 302,50  | 359 732,10              |
| Z0314        | LIF FTSE100 0314     | GBP    | 789,00    | 6 697,50  | 63 513 551,68           |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |           |           | <b>1 606 347 020,30</b> |

## Position vendeuse

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours       | Engag. HB valorisé    |
|--------------|----------------------|--------|----------|-------------|-----------------------|
| AP0314       | SYD FUTURE SPI2 0314 | AUD    | 33,00    | - 5 318,00  | 2 848 558,63          |
| ES0314       | CHI FUTUR SPMIN 0314 | USD    | 3 154,00 | - 1 841,10  | 210 713 019,82        |
| HSI0114      | HKF HANG SENG I 0114 | HKD    | 37,00    | - 23 333,00 | 4 040 138,33          |
| NQ0314       | CHI NASDAQ 100 0314  | USD    | 65,00    | - 3 583,75  | 3 381 141,59          |
| SXF600314    | MON FUTURE TSE6 0314 | CAD    | 126,00   | - 780,90    | 13 441 262,25         |
| YM0314       | CBO FUTURE DJ M 0314 | USD    | 56,00    | - 16 494,00 | 3 351 709,12          |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |             | <b>237 775 829,75</b> |

**FUTURES SUR TAUX****Position acheteuse**

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours  | Engag. HB valorisé    |
|--------------|----------------------|--------|----------|--------|-----------------------|
| FGBL0314     | EUR EURO BUND F 0314 | EUR    | 135,00   | 139,17 | 18 787 950,00         |
| FGBL0314     | EUR EURO BUND F 0314 | EUR    | 53,00    | 139,17 | 7 376 010,00          |
| FGBM0314     | EUR EURO BOBL F 0314 | EUR    | 128,00   | 124,43 | 15 927 040,00         |
| FGBS0314     | EUR EURO SCHATZ 0314 | EUR    | 480,00   | 110,30 | 52 944 000,00         |
| FGBS0314     | EUR EURO SCHATZ 0314 | EUR    | 667,00   | 110,30 | 73 570 100,00         |
| FGBS0314     | EUR EURO SCHATZ 0314 | EUR    | 1 041,00 | 110,30 | 114 822 300,00        |
| FGBS0314     | EUR EURO SCHATZ 0314 | EUR    | 205,00   | 110,30 | 22 611 500,00         |
| FV0314       | CBO UST NOTE 5 0314  | USD    | 244,00   | 119,31 | 21 127 984,62         |
| I0314        | LIF 3MO EURO EU 0314 | EUR    | 91,00    | 99,72  | 22 686 300,00         |
| I1215        | LIF 3MO EURO EU 1215 | EUR    | 44,00    | 99,21  | 10 912 550,00         |
| TU0314       | CBO 2 Y US TRES 0314 | USD    | 322,00   | 109,91 | 51 367 751,65         |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |        | <b>412 133 486,27</b> |

**Position vendeuse**

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours    | Engag. HB valorisé    |
|--------------|----------------------|--------|----------|----------|-----------------------|
| FGBL0314     | EUR EURO BUND F 0314 | EUR    | 628,00   | - 139,17 | 87 398 760,00         |
| FGBL0314     | EUR EURO BUND F 0314 | EUR    | 436,00   | - 139,17 | 60 678 120,00         |
| FGBM0314     | EUR EURO BOBL F 0314 | EUR    | 227,00   | - 124,43 | 28 245 610,00         |
| FGBM0314     | EUR EURO BOBL F 0314 | EUR    | 1 066,00 | - 124,43 | 132 642 380,00        |
| FGBM0314     | EUR EURO BOBL F 0314 | EUR    | 636,00   | - 124,43 | 79 137 480,00         |
| I0315        | LIF 3MO EURO EU 0315 | EUR    | 216,00   | - 99,55  | 53 757 000,00         |
| I0615        | LIF 3MO EURO EU 0615 | EUR    | 179,00   | - 99,45  | 44 503 875,00         |
| I0914        | LIF 3MO EURO EU 0914 | EUR    | 113,00   | - 99,68  | 28 159 600,00         |
| I0915        | LIF 3MO EURO EU 0915 | EUR    | 87,00    | - 99,34  | 21 605 362,50         |
| I1214        | LIF 3MO EURO EU 1214 | EUR    | 188,00   | - 99,63  | 46 826 100,00         |
| TY0314       | CBO T NOTE US 1 0314 | USD    | 660,00   | - 123,05 | 58 938 193,99         |
| UBE0314      | CBO ULTRA BOND 0314  | USD    | 18,00    | - 136,25 | 1 779 882,43          |
| US0314       | CBO FUTURE BOND 0314 | USD    | 40,00    | - 128,31 | 3 724 871,18          |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |          | <b>647 397 235,10</b> |

**COMPLÉMENTS D'INFORMATION****COMMISSION DE SURPERFORMANCE. FRAIS VARIABLES**

L'évaluation à la date d'arrêté des commissions de surperformance payables au terme des mandats de gestion concernés s'élève à 6 595 310,52 €.

# RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES AU 31 DÉCEMBRE 2013

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de Surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2013, sur :

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

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

## I. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

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

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

## II. JUSTIFICATION DES APPRÉCIATIONS

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

Nos appréciations ont notamment porté sur le respect des principes et méthodes comptables applicables au Fonds, prévus par l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 du 5 juin 2008 du CNC.

Dans le cadre de notre appréciation des règles et méthodes comptables relatives à l'évaluation des instruments financiers en portefeuille, nous avons vérifié le caractère approprié de ces règles et méthodes et des informations fournies dans les notes de l'annexe et nous nous sommes assurés de leur correcte application.

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

## III. VÉRIFICATIONS ET INFORMATIONS SPÉCIFIQUES

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

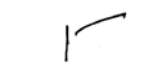
Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion sur la situation financière et les comptes annuels.

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 7 mai 2014

Les commissaires aux comptes

CONSTANTIN ASSOCIÉS

  
Stéphane Collas  
Associé

  
Pascal Pincemin  
Associé

MAZARS

  
Gilles Dunand-Roux  
Associé

  
Pierre Masiéri  
Associé

# SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR<sup>1</sup> AU 31 DÉCEMBRE 2013

## 2005FRR05 PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

## 2008FRR03 MANDATS DE GESTION ACTIVE ACTIONS EUROPE – ACTIONS PETITES CAPITALISATIONS ZONE EUROPE

- Allianz Global Investors (France), (RCM Europe)
- Kempen Capital Management Limited
- Montanaro Asset Management Limited
- Threadneedle Asset Management Limited

## 2008FRR05 MANDATS DE GESTION – ACTIONS JAPON, ACTIONS ASIE-PACIFIQUE – ACTIONS JAPON

- Daiwa SB Investments (UK) Limited
- Diam International Limited
- Fidelity Gestion (France)  
(Fidelity Investments Japan Limited)

## 2008FRR06 MANDATS DE GESTION GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GESTION « GROWTH »

- ING Investment Management (Belgique) SA,  
(ING Investment Management Co., US)

## 2008FRR06 MANDATS DE GESTION GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS – GESTION « VALUE »

- Robeco Institutional Asset Management (Pays-Bas),  
(Robeco Investment Management, Inc., US)

## 2009FRR01 MANDAT D'EXPOSITION GLOBALE

- Amundi

## 2009FRR02 MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES INDEXÉS SUR L'INFLATION – GESTION À FAIBLE RISQUE ACTIF

- Natixis Asset Management

## 2009FRR02 MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN EUROS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

- AXA Investment Managers (France)
- HSBC global Asset Management
- La Banque postale Asset Management
- Quoniam Asset Management GmbH
- Standard life investment

## 2009FRR02 MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN US DOLLARS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

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

## 2009FRR04 MANDAT DE GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- Goldman Sachs International
- Russell Implementation Services Limited

## 2010FRR04 GESTIONNAIRE « OVERLAY »

- State Street Global Advisors (France)

2010FRR05

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

- Blackrock Investment Management (UK) Limited
- CCR Asset Management (UBS AG Zurich)
- State Street Global Advisors France,  
(State Street Global Advisors Limited, UK)

2010FRR05

MANDATS DE GESTION PASSIVE – GESTION  
D'ADOSSEMENT DE FLUX

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

2011FRR01

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

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

2011FRR01

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

- Amundi
- BNP Paribas Asset Management

2011FRR02

MANDATS DE GESTION PASSIVE –  
INDICE MATIÈRES PREMIÈRES

- BNP Paribas Asset Management

2011FRR06

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES  
À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES  
ÉMERGENTES – ZONE EUROPE

- Blackrock Investment Management Limited (UK)
- Edmond de Rothschild Asset Management
- La Française des Placements

2011FRR06

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES  
À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES  
ÉMERGENTES – UNIVERS MONDE

- JP Morgan Asset Management UK (Ltd)
- Schroders Investment Management (UK) Limited

2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE – ACTIONS  
ISR-ACTIONS EUROPE : NOUVELLE  
CROISSANCE DURABLE

- Axa Investment Managers
- Kempen Capital Management Limited
- La Financière de l'Echiquier

2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE – ACTIONS  
ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS  
THÉMATIQUES

- BNP Paribas Asset Management
- Kleinwort Benson Investors

# SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR<sup>1</sup> AU 30 JUIN 2014

## 2005FRR05 PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

## 2009FRR01 MANDAT D'EXPOSITION GLOBALE

- Amundi

## 2009FRR02 MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN EUROS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

- AXA Investment Managers (France)
- HSBC global Asset Management
- La Banque postale Asset Management
- Quoniam Asset Management GmbH
- Standard life investment

## 2009FRR02 MANDATS DE GESTION OBLIGATIONS – OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCES ÉMIS EN US DOLLARS – CATÉGORIE « CREDIT INVESTMENT GRADE » – GESTION ACTIVE

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

## 2010FRR04 GESTIONNAIRE « OVERLAY »

- State Street Global Advisors (France)

## 2010FRR05 MANDATS DE GESTION PASSIVE – OBLIGATIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – CATÉGORIE INVESTISSEMENT

- Blackrock Investment Management (UK) Limited
- CCR Asset Management (UBS AG Zurich)
- State Street Global Advisors France, (State Street Global Advisors Limited, UK)

## 2010FRR05 MANDATS DE GESTION PASSIVE – GESTION D'ADOSSEMENT DE FLUX

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

## 2011FRR01 MANDATS DE GESTION PASSIVE – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES STANDARDS

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

## 2011FRR01 MANDATS DE GESTION PASSIVE – ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS – INDICES OPTIMISÉS

- Amundi
- BNP Paribas Asset Management

## 2011FRR02 MANDATS DE GESTION PASSIVE – INDICE MATIÈRES PREMIÈRES

- BNP Paribas Asset Management

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

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



#### 2011FRR06

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS EXPOSÉES  
À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES  
ÉMERGENTES – UNIVERS MONDE

- JP Morgan Asset Management UK (Ltd)
- Schroders Investment Management (UK) Limited

#### 2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE -  
ACTIONS ISR-ACTIONS EUROPE :  
NOUVELLE CROISSANCE DURABLE

- Axa Investment Managers
- Kempen Capital Management Limited
- La Financière de l'Echiquier

#### 2011FRR07

MANDATS DE GESTION ACTIVE -  
ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS  
THÉMATIQUES

- BNP Paribas Asset Management
- Kleinwort Benson Investors

#### 2012FRR03

GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- Blackrock Advisors Limited UK
- Goldman Sachs International
- Russell Implementation Services Limited

#### 2013FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS  
EUROPÉENNES

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

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

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

#### 2013FRR02

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - VALUE

- Old Mutual Asset Management
- Robeco Institutional Asset Management
- Wells Fargo Securities

#### 2013FRR02

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - GROWTH

- JP Morgan Asset Management
- T-Rowe Price International
- Wells Fargo Securities

## APPELS D'OFFRES EN COURS AU 30 JUIN 2014

#### 2013FRR05

MANDATS DE GESTION ACTIVE –  
ACTIONS JAPONAISES

#### 2014FRR02

MANDATS DE RÉPLICATION INDICIELLE

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

A solid blue vertical bar runs along the left edge of the page.

# stratégie d'investissement responsable

RAPPORT ANNUEL 2013

Dès 2003, le Conseil de surveillance a requis un engagement fort du Fonds de Réserve pour les Retraites dans le domaine de l'investissement responsable<sup>1</sup>. En tant qu'investisseur public, instrument de solidarité entre les générations, le FRR se doit de montrer l'exemple en prenant en considération dans sa gestion la dimension Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG). Le FRR fera notamment la promotion des meilleures pratiques responsables, que ce soit au niveau de ses investissements ou de ses prestataires.

Le FRR a ainsi mis en place progressivement les bases lui permettant de tenir compte, sur l'ensemble de son portefeuille, des critères de responsabilité sociale dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des titres dans lesquels ils investissent. Il a également mis en place une politique globale d'exercice de ses droits de vote. Par ailleurs, depuis avril 2006, il s'est engagé à appliquer les Principes pour l'Investissement Responsable élaborés sous l'égide de l'ONU (PRI).

Durant les cinq dernières années, le FRR a consolidé les principes fondateurs de son identité d'investisseur responsable.

*1. 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 ».*

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.

À cet égard, la prise en compte des critères ESG dans sa gestion est nécessaire afin d'appréhender de manière complète les risques et les opportunités qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles le FRR est investi. Le FRR est en effet convaincu que ces critères peuvent avoir un impact sur la valorisation des entreprises et donc sur le rendement du fonds. Par conséquent, ne pas intégrer ces critères dans les décisions pourrait nuire à son objectif.

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 des stratégies des entreprises et de leurs conséquences sur la collectivité est nécessaire, en particulier pour un investisseur universel public, acteur de la retraite, qui a vocation à préserver, dans la durée, ses investissements.

Malgré la réduction de son horizon de placement intervenue 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. Il est par conséquent de son intérêt que l'ensemble du système se comporte bien dans la durée.

Durant les cinq dernières années, au-delà du déploiement à l'échelle de l'ensemble du portefeuille des grands principes de la stratégie, les premiers

mandats ISR (Investissement Socialement Responsable) ont permis au FRR d'acquérir une expérience significative en matière de gestion responsable. Jusqu'à présent, les efforts du FRR en matière d'intégration des questions ESG dans le processus de gestion se sont inscrits dans une logique positive dite de « best in class » qui privilégie les meilleures pratiques en matière de responsabilité sociale et environnementale et se sont concentrés sur les grandes entreprises cotées en Europe. Le bilan de la gestion de ces mandats ISR a confirmé l'intérêt d'une démarche intégrant des informations ESG à l'analyse financière : cette gestion a apporté une performance comparable à celle du marché tout en faisant la promotion des bonnes pratiques ESG. En mettant à l'épreuve de la gestion financière réelle ses référentiels de valeurs mais aussi en les confrontant à ceux d'autres investisseurs ISR, le FRR a consolidé, lors de cette première période, les principes fondateurs de son identité d'investisseur responsable. Le FRR doit poursuivre ces démarches en s'attachant à une mise en œuvre la plus opérationnelle et intégrée possible.

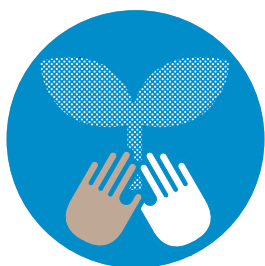
Le rapprochement des équipes ISR et de gestion au sein de sociétés de gestion a permis, sur l'ensemble des classes d'actifs du FRR, y compris celles non labellisées explicitement ISR, d'intégrer des informations extra-financières dans leur gestion. Le FRR continuera à inciter tous ses gestionnaires à progresser davantage dans ce sens, en amplifiant ses échanges avec ceux-ci afin de faire progresser la communauté des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion.

Arrivé au terme de sa première politique d'investissement responsable 2008-2012, le FRR doit renouveler sa stratégie pour 2013-2017. En s'appuyant sur le Comité de l'Investissement Responsable et en prenant aussi en compte l'évolution des pratiques développées par d'autres investisseurs institutionnels, le Conseil de surveillance précise les contours de l'identité d'investisseur responsable du FRR pour les années à venir (2013-2017).

Pour 2013-2017,  
la stratégie responsable  
du FRR élargira sa base  
d'action notamment  
aux pays émergents et  
aux petites et moyennes  
capitalisations.

Si cette nouvelle 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 repose toujours sur les mêmes principes. Elle se déploiera de façon différente en fonction des spécificités de chacun des supports d'investissement selon quatre axes stratégiques.

# PRÉSENTATION DES QUATRE AXES STRATÉGIQUES ET DE LA MANIÈRE DONT LE FRR ENTEND LES METTRE EN ŒUVRE DANS LA DURÉE



60

## AXE 1 PRISE EN COMPTE DES FACTEURS ESG DANS LA GESTION DES ACTIFS

Cet axe consiste à définir plus précisément ces facteurs en recourant à un nombre, limité dans un premier temps, de critères objectifs et mesurables des aspects ESG. Il s'attachera ensuite à mesurer ces critères et à suivre leur évolution au cours du temps. Il vise ainsi à diffuser des valeurs portées par le FRR en étant le plus explicite possible et à accompagner des sociétés dans leur démarche de progrès via un dialogue constructif.

Le FRR donnera par conséquent plus d'ampleur à sa démarche d'intégration de données extra-financières dans sa gestion en mobilisant davantage ses gestionnaires par des échanges réguliers sur les sujets ESG.

Le FRR continuera à faire la promotion des bonnes pratiques ESG et à rechercher en parallèle les retombées financières de la matérialité de certains critères ISR, c'est-à-dire de l'impact avéré sur la performance d'une entreprise de critères de responsabilité sociale. Le FRR travaillera particulièrement ce point dans ses mandats de gestion active « Actions ISR petites et moyennes capitalisations » afin d'en tirer des enseignements qui pourraient être ensuite déployés dans la gestion de ses autres mandats de gestion active. Il contribuera notamment à accompagner le développement économique de ces sociétés dans le respect de valeurs ESG partagées.

Le FRR participera aussi au financement des entreprises dont l'objet social préserve l'environnement ou génère un bénéfice sociétal. Cette approche constitue une nouveauté pour le FRR. En effet, elle permet de s'exposer notamment aux thématiques de l'eau, de l'écotechnologie, du traitement et de la gestion des déchets, de l'énergie renouvelable, via une sélection de fonds collectifs prise en charge par des gestionnaires dédiés. Le FRR souhaite que ces nouveaux mandats ISR d'investissement dans des fonds thématiques soient un territoire d'expérimentation pour le FRR sur ces sujets lui permettant notamment de mieux identifier, comprendre et suivre les secteurs dont les contributions devraient être déterminantes pour un développement durable.

Le FRR participera au financement d'entreprises dont l'objet social préserve l'environnement ou génère un bénéfice sociétal.



## AXE 2 PILOTAGE DE LA RESPONSABILITÉ SOCIALE

Cet axe se concentre sur deux démarches : la première a trait aux activités des sociétés dans lesquelles le FRR est investi et à la manière dont ces sociétés mettent en œuvre leurs activités et la seconde relève des impacts inhérents aux pratiques fiscales des États.

Depuis 2008, le FRR s'est doté d'un dispositif lui permettant de suivre et de prévenir les risques extra-financiers qui peuvent avoir un impact sur ses investissements mais aussi sa réputation. En effet, des risques pour le FRR peuvent naître du non-respect par des entreprises dans lesquelles il est investi de principes universellement reconnus tels que ceux du Pacte Mondial des Nations Unies et ceux de la bonne gouvernance mais aussi de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier les Conventions d'Ottawa<sup>2</sup> et d'Oslo<sup>3</sup>. Le FRR poursuivra cette démarche en l'élargissant à de nouvelles classes d'actifs, zones géographiques et tailles de capitalisation boursière. Ce dispositif continuera de s'appliquer de façon transversale à l'ensemble du portefeuille du FRR et vient s'ajouter à la vigilance que doivent déjà exercer les gestionnaires en la matière.

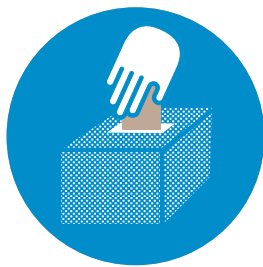
Ce suivi repose notamment sur le Comité de l'Investissement Responsable créé en 2008, composé du Président du Conseil de surveillance, d'un membre du collège représentant les organisations syndicales de salariés, d'un membre du collège représentant les organisations syndicales d'employeurs et de deux personnalités externes qualifiées. Le Comité de l'Investissement Responsable s'appuie sur des analyses régulières d'agences spécialisées et sur les propositions du Directoire pour évaluer les cas de non-respect des principes du FRR et décide des orientations à prendre. En cas d'allégation avérée, le Comité de l'Investissement Responsable 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 du FRR. Par ailleurs, pour prévenir les risques légaux et réglementaires, les risques de blanchiment et de réputation liés à une exposition du FRR à certaines places financières dont certaines sont qualifiées de « paradis fiscaux », le FRR a établi qu'il ne devait pas investir dans une obligation souveraine ou une société d'un État présentant de tels risques, ni contracter avec un tiers dont le siège social y est situé. Le FRR devra poursuivre ses réflexions engagées sur la définition de ce périmètre en relation avec les travaux conduits par les pouvoirs publics (Gouvernement et Parlement français) et les organisations internationales.

Pour cette nouvelle période, afin de s'adapter à l'élargissement du périmètre de ses classes d'actifs, le FRR sélectionnera des prestataires de recherche ISR ayant une couverture large sur ses zones d'investissement (pays émergents, petites capitalisations notamment). Il sollicitera régulièrement ces gestionnaires sur ces sujets. En effet, la matière ESG doit, selon lui, s'insérer de manière prudente et avec discernement au cœur de la gestion courante.

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

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



### AXE 3 EXERCICE DES DROITS DE VOTE DU FRR

Le Conseil de surveillance avait indiqué en 2005 qu'« il est de l'intérêt du 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 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 partenaires. Tous ces éléments contribuent directement à leur bonne valorisation dans l'avenir ». Le Conseil de surveillance avait arrêté plusieurs principes en matière d'exercice des droits de vote du FRR, selon lesquels les droits d'actionnaire du Fonds dans les assemblées générales doivent faire l'objet d'un exercice systématique, par chacun des gérants, au regard de lignes directrices fixées par le FRR, les positions prises au nom du Fonds étant motivées par son seul intérêt et de façon strictement indépendante.

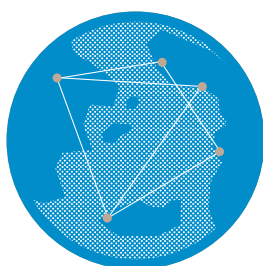
Ces lignes directrices, proposées par le Directoire, ont été rendues publiques après que le Conseil de surveillance du 26 janvier 2005 les ait adoptées. Elles sont amendées chaque année et sont disponibles sur le site [www.fonds.dereserve.fr](http://www.fonds.dereserve.fr).

À l'issue de la campagne 2005, qui a vu la mise en place d'un dispositif laissant largement la main aux sociétés en charge de la gestion des portefeuilles FRR, la mise en place progressive d'une coordination de l'exercice des droits de vote entre le Fonds et ses gérants a été envisagée à partir de 2006, dans les cas où ces derniers ont des intentions de vote divergentes sur une même résolution dans une même société. Un comité interne de suivi des droits de vote a été mis en place par le FRR, en charge de superviser cette démarche de coordination.

Les lignes directrices du Fonds en matière d'exercice des droits de vote sont examinées chaque année et ajustées en fonction de l'évolution des réglementations et des préoccupations du FRR.

Le FRR vote aux assemblées générales des sociétés dans tous les pays où il est investi, quel que soit son pourcentage de détention du capital des sociétés.

Le FRR continuera  
à voter aux assemblées  
générales de toutes les  
sociétés dans lesquelles  
il investit, quel que soit  
son pourcentage  
de détention du capital.



#### AXE 4 CONTRIBUTION À LA RECHERCHE SUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE ET SOUTIEN D'INITIATIVES INTERNATIONALES

Au travers de cet axe, 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.

La recherche joue un rôle décisif auprès des investisseurs sur l'intérêt d'intégrer des facteurs extra-financiers dans la finance en général et la gestion d'actif en particulier. Dans cette optique, le FRR soutient activement la Chaire « Finance durable et investissement responsable » développée par la Place de Paris et poursuivra son soutien à la recherche académique pour la période 2013-2017.

Le poids important des obligations dans son allocation incite logiquement le FRR à promouvoir pour cette prochaine période la recherche ISR sur les actifs obligataires. Il devra parallèlement s'attacher à l'analyse spécifique des sociétés petites et moyennes.

Par ailleurs, le FRR continuera de participer de manière active aux initiatives suivantes visant à réunir le plus d'investisseurs et d'émetteurs possibles autour de bonnes pratiques : Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), Carbon Disclosure Project (CDP), CDP Water, Initiative pour la Transparence dans les Industries Extractives (EITI), Réseau international de la gouvernance d'entreprise (ICGN).

Le FRR continuera  
à soutenir la recherche  
sur l'investissement  
responsable, notamment  
sur les actifs obligataires.



## PRINCIPES DE MISE EN ŒUVRE DES AXES STRATÉGIQUES



### POURSUIVRE L'EXPLORATION DE LA MATIÈRE ESG DANS LE CADRE DU LABORATOIRE ISR

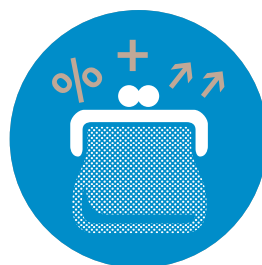
Deux mandats de gestion d'investissement dans des thématiques environnementales via une sélection de fonds collectifs prise en charge par des gestionnaires dédiés seront activés sur la première partie de l'année 2013. Un reporting ISR spécifique sera mis en place pour ces mandats afin de quantifier les impacts des investissements du FRR.

Concernant les mandats de gestion active « Actions ISR petites et moyennes capitalisations », l'objectif principal assigné aux gestionnaires sélectionnés en fin d'année 2012 sera de mettre en évidence le principe de matérialité, en générant une performance en ligne ou supérieure à celle des marchés actions européens par la sélection de sociétés ayant mis en œuvre une démarche ESG ou ayant pour projet de le faire. Avec ce mandat, le FRR souhaite explorer les enjeux de la responsabilité sociétale applicables aux petites et moyennes entreprises.

Le FRR a, dans ce cadre, orienté ses gestionnaires en proposant des critères précis à prendre en compte et à suivre dans le temps<sup>4</sup>. La pureté de ces indicateurs devrait permettre pour certains d'entre eux de bien évaluer le lien entre performance économique et responsabilité sociale de l'entreprise, mais aussi de mesurer l'évolution dans le temps de l'intégration des bonnes pratiques ESG par ce segment de marché. Le FRR souhaite également laisser à ses gestionnaires de la souplesse dans la manière d'appréhender ces critères et ouvre à ces derniers la possibilité d'en proposer d'autres. Lorsqu'il disposera du recul

4. Notamment la consommation et la gestion de l'énergie, le taux de rotation des emplois, le taux d'absentéisme, le pourcentage de participation des salariés aux résultats de la société, la composition du conseil (parité homme/femme, nombre d'administrateurs indépendants), le cumul des fonctions (président/directeur général).

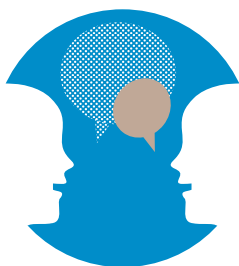
nécessaire, le FRR évaluera l'opportunité de faire converger les critères utilisés vers un standard commun, ou au contraire les laissera diverger s'il considère que l'évaluation de la responsabilité sociale des petites et moyennes entreprises n'est pas mature. Il conviendra également d'évaluer l'opportunité d'étendre cette démarche détaillée au suivi de l'ensemble des actifs du FRR.



### ÉVALUER RÉGULIÈREMENT SON PORTEFEUILLE

Le FRR doit externaliser sa gestion financière. C'est la raison pour laquelle, dès 2005, il a souhaité pouvoir évaluer son exposition aux risques extra-financiers en s'entourant de prestataires de recherche ISR pour analyser son portefeuille.

Afin de conserver sa faculté d'évaluer ses investissements, le FRR a conduit à la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2013 une nouvelle sélection de prestataires d'analyse ESG. Il continuera d'évaluer ses investissements au travers des référentiels du Pacte Mondial et de la bonne gouvernance et au prisme des conventions d'Ottawa et d'Oslo.

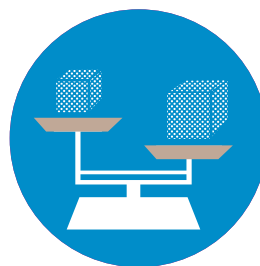


### DIALOGUER AVEC LES GESTIONNAIRES ET LES ENTREPRISES

Le mécanisme d'appropriation de la démarche ESG par la gestion traditionnelle est un processus par nature progressif.

C'est la raison pour laquelle le FRR souhaite poursuivre ses efforts, afin que ses gestionnaires enrichissent encore plus leurs analyses de données extra-financières. Par ailleurs, dans le cadre de son laboratoire de l'investissement responsable, le FRR s'efforcera d'enrichir les échanges avec les gestionnaires ISR notamment en charge des mandats de gestion actions petites et moyennes capitalisations européennes.

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 gestionnaires mais aussi de leur capacité de recherche.



### AGIR AVEC DISCERNEMENT

L'intégration des enjeux extra-financiers dans la gestion du portefeuille sera adaptée aux caractéristiques de chacune des classes d'actifs, de la zone géographique, de la taille de la capitalisation.

À titre d'exemple, le FRR a décidé de ne pas investir dans des matières premières agricoles, sur recommandation du CIR et par souci de précaution dans le cadre de ses investissements en matières premières.



### TRAVAILLER EN TRANSPARENCE

Le FRR rendra régulièrement compte publiquement des progrès et conclusions qu'il enregistre dans la mise en œuvre de cette stratégie.

## Conclusion

Dans la continuité des orientations décidées en 2003, confirmées en 2008, la stratégie d'investissement responsable 2013-2017 se veut à la fois ambitieuse comme en témoignent ses différentes orientations et réaliste compte tenu du discernement avec lequel elle sera mise en œuvre. Elle correspond à la mission fondamentale d'un investisseur universel qui gère avec le plus d'efficacité possible un patrimoine confié par la collectivité sans compromettre la valeur future de ses investissements dont l'horizon va au-delà de celui de son passif.

Conception et réalisation : **avantgarde**

Document imprimé dans le respect des normes environnementales  
Papier Novatech satin



# deux mille RAPPORT ANNUEL 2013 treize



56, rue de Lille – 75007 Paris  
tél. : 33 (0)1 58 50 99 12  
[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)