

# Rapport annuel 2017

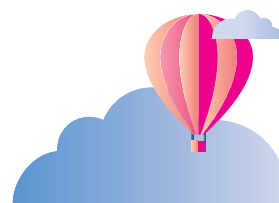




Conception et réalisation : All Contents

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

# Sommaire



- P. 04** Le mot du Directoire
- P. 06** Chiffres clés
- P. 07** Le FRR dans son environnement économique
- P. 16** Performance du FRR 2017
- P. 33** L'investissement socialement responsable au cœur de la gestion du FRR
- P. 47** Gestion et maîtrise des risques
- P. 52** Organisation et coûts
- P. 53** Les instances dirigeantes
- P. 54** Organigramme

## Éléments financiers

- P. 57** Synthèse financière et comptable
- P. 58** Bilan au 31/12/2017
- P. 60** Compte de résultats au 31/12/2017
- P. 61** Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2017
- P. 77** Rapport général des commissaires aux comptes
- P. 80** Cartographie des actifs de performance
- P. 82** Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie
- P. 84** Sociétés gestionnaires du FRR

## Le mot du Directoire

---

**D**ans un contexte marqué par de nombreuses élections cruciales et indécises en 2017, l'Europe continentale a réservé d'excellentes surprises dans le domaine économique, avec une croissance en accélération et qui dépasse désormais 2% en zone euro. Au niveau micro-économique, les résultats des entreprises semblent enfin prendre le chemin d'une amélioration vigoureuse.

La seule ombre au tableau pour l'Europe aura été la remontée de l'euro de 14% contre le dollar, pour terminer l'année à 1,20 \$ l'euro, ce qui a pesé sur les performances boursières.

Mais l'année 2017 a surtout été marquée par les évolutions financières et monétaires aux États-Unis.

Comme elle l'avait annoncé, la FED (Réserve fédérale américaine) a pu, à trois reprises, relever son taux directeur d'un quart de point face à une croissance économique suffisante pour faire reculer le chômage à des niveaux comparables aux points bas atteints aux sommets des précédents cycles économiques (2001 et 2007) mais toujours sans effet net sur l'accélération des salaires et des pressions inflationnistes.

Les relèvements des taux de la FED et le début de la réduction de son bilan ont été accueillis par une remontée des taux des obligations du Trésor américain sur la partie courte et moyenne de la courbe des rendements, tandis que le taux de l'échéance à 10 ans a légèrement reculé et le taux à 30 ans recule de quelques 35 centimes.

Le marché boursier américain, pour sa part, progresse de plus de 20 %, porté en partie par la baisse du dollar mais surtout par la très forte progression des valeurs de croissance au premier plan desquelles se trouvent les méga-capitalisations de l'économie numérique (les GAFAM: Google [Alphabet], Apple, Facebook, Amazon et Microsoft). Celles-ci ont encore affiché de très fortes progressions de leurs résultats et se montrent toujours plus dominantes, non seulement dans leur contrôle oligopolistique de la publicité en ligne mais aussi, avec des acquisitions d'entreprises de l'économie traditionnelle, tel le rachat par Amazon du distributeur alimentaire haut de gamme Whole Foods.



**ÉRIC LOMBARD**  
Président du Directoire



**OLIVIER ROUSSEAU**  
Membre du Directoire



**YVES CHEVALIER**  
Membre du Directoire

**« LE FRR  
A BÉNÉFICIÉ  
DE SON EXPOSITION  
REHAUSSÉE ET  
DIVERSIFIÉE AUX ACTIFS  
RISQUÉS. »**

Les entreprises dominantes de l'économie numérique américaine ne sont pas les seules grandes gagnantes de l'année 2017, elles ont partagé leurs lauriers avec les chinois Alibaba, Tencent et Baidu, dont le doublement de la capitalisation aura joué un rôle considérable dans les excellentes performances de la bourse chinoise et des marchés émergents.

L'année 2017 aura également été marquée par l'envolée du Bitcoin et des autres crypto-devises basées sur la technologie *blockchain*. À elle seule cette envolée est très révélatrice d'une situation mondiale de surliquidités, d'appétit pour le risque pleinement retrouvé et, sans doute, d'attentes déraisonnables dans un univers prompt à la formation de bulles localisées sinon généralisées.

Le FRR, pour sa part, a bénéficié de son exposition rehaussée et bien diversifiée aux actifs risqués (55% du total des actifs en 2017 contre 50% en 2016) et a poursuivi sa gestion prudente de ses risques de taux d'intérêt. Il a grandement progressé dans le déploiement de son programme d'investissements en actifs illiquides de 2 milliards d'euros dans l'écono-

mie française avec l'attribution des mandats de dette non-cotée (600 millions d'euros) de capital investissement en fonds de fonds (400 millions d'euros) et de capital innovation (185 millions d'euros).

Toutes classes d'actifs confondues, le FRR est investi dans l'économie française à hauteur de 12 milliards, soit 33% du total de son portefeuille.

2017 a également été une année très riche en matière ESG<sup>1</sup> avec l'activation des mandats actions de gestion indiciaire *smart beta* à intégration ESG et la mise en œuvre de l'exclusion du secteur du tabac annoncée en décembre 2016 et parachevée en mars 2018.

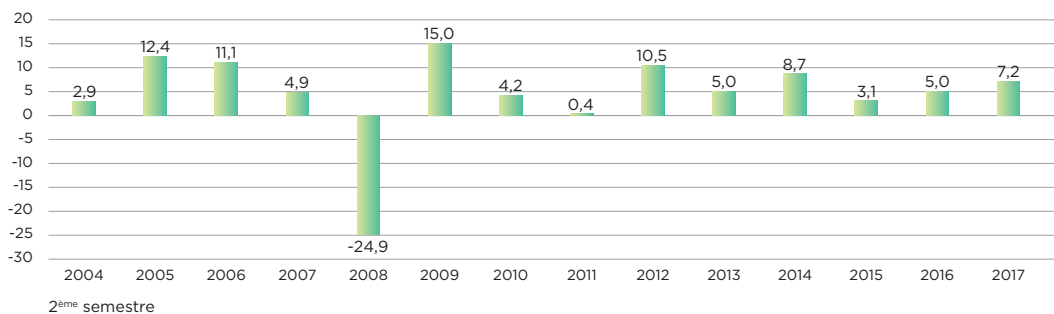
L'accent mis sur la décarbonation des portefeuilles actions a été confirmé.

Enfin le FRR reste soucieux d'exemplarité dans sa gouvernance interne, en se montrant très transparent dans la présentation des performances de son portefeuille et en publiant, trimestriellement désormais, le contenu de son portefeuille ligne à ligne.

1. Environnementale, sociale et de gouvernance.

# Chiffres clés

## PERFORMANCE ANNUELLE NETTE DU FRR (EN%)



**36,4**

milliards d'euros

Montant des actifs du FRR  
au 29/12/2017

**+ 4,4 %**

Performance annualisée de l'actif  
depuis juin 2004

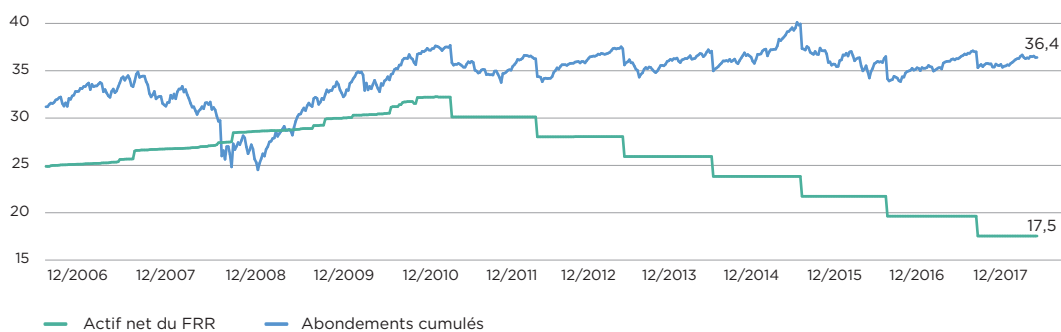
**+ 7,16 %**

Performance 2017 nette de frais

**+ 5,7 %**

Performance annualisée de l'actif  
depuis décembre 2010<sup>2</sup>

## ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR AU 31/12/2017 (EN MILLIARDS D'EUROS)



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

# Le FRR dans son environnement économique

## UNE CROISSANCE MONDIALE SOLIDE ET SYNCHRONE MAIS SANS PRESSIONS INFLATIONNISTES

L'année 2017 a été marquée par une accélération de la croissance économique à l'échelle mondiale. Selon les estimations du FMI, la croissance du monde s'est élevée à +3,7 % en 2017 contre +3,2 % l'année précédente.

Les pays développés ont connu une croissance de +2,3 % contre +1,7 % en 2016 tandis que celle des pays émergents s'est élevée à +4,7 % (contre +4,3 % un an auparavant)<sup>3</sup>.

### CROISSANCE ANNUELLE DU PIB : MONDE, PAYS DÉVELOPPÉS ET PAYS ÉMERGENTS DE 1990 À 2017 (EN %)



Source : FMI, Datastream.



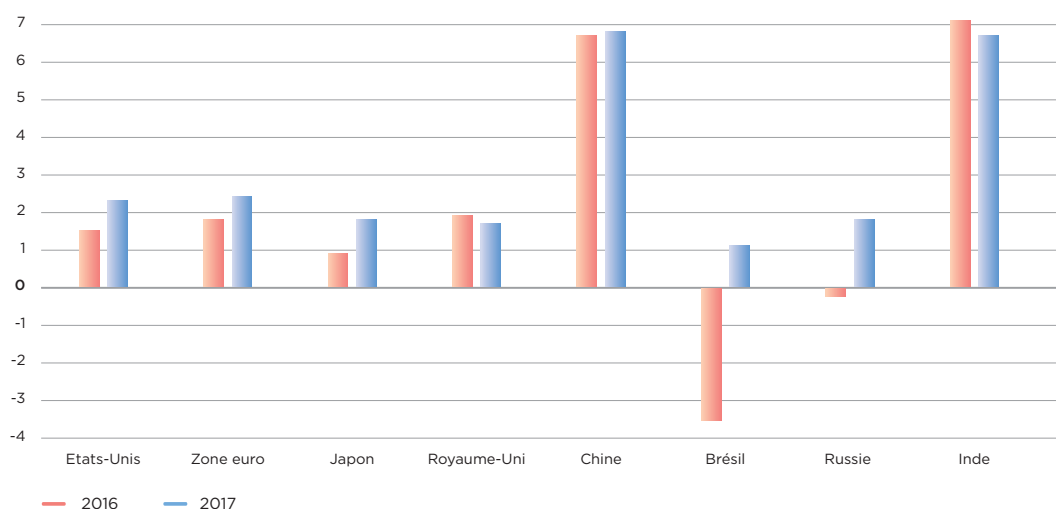
3. L'ensemble des chiffres de croissance mentionnés dans cette note sont publiés par le FMI – mise à jour de janvier 2018.

Les principaux pays avancés (États-Unis, zone euro et Japon) ont vu leur taux de croissance accélérer en 2017.

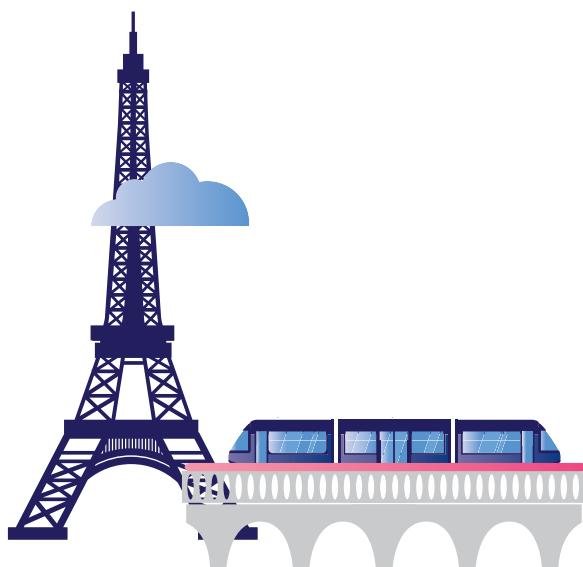
Par exemple, le Japon a connu un fort regain d'activité en 2017 avec une croissance qui s'est élevée à +1,8% contre seulement +0,9% en 2016, le pays ayant notamment profité d'un contexte international porteur. Par ailleurs, les deux grands pays émergents qui avaient connu de sérieuses difficultés économiques en 2015 et 2016, le Brésil et la Russie, sont sortis de récession en 2017 avec des taux de croissance positifs respectivement à +1,1% et +1,8%.

Parmi les pays avancés, le Royaume-Uni fait figure d'exception après avoir enregistré une légère baisse de sa croissance à +1,7% contre +1,9% en 2016. Les ménages britanniques ont souffert de la hausse de l'inflation qui a affecté le pouvoir d'achat notamment en raison de la forte baisse de la livre sterling consécutive au vote sur le Brexit en 2016. Le marché de l'emploi britannique a cependant poursuivi son amélioration avec une nouvelle baisse du taux de chômage de 4,9% à 4,4%.

### CROISSANCE ANNUELLE DU PIB EN 2016 ET 2017 (EN %)



Source: FMI, Datastream.



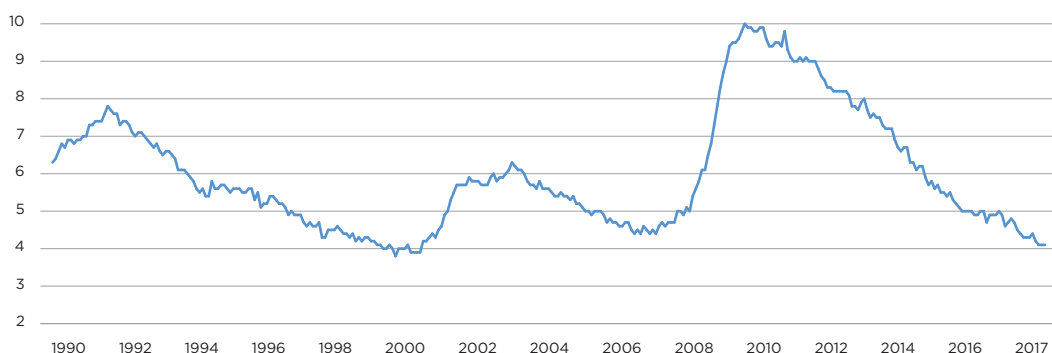


## États-Unis

Aux États-Unis, la croissance s'est élevée à +2,3% (après +1,5% en 2016), portée en grande partie par la consommation des ménages mais également par un rebond de l'investissement des entreprises. La consommation des ménages, qui représente près de 70% de l'économie américaine, a progressé de 2,8% en 2017 en raison d'une bonne santé du marché du travail mais également d'effets de richesse positifs (prix de l'immobilier et des marchés d'actions en hausse).

Le marché de l'emploi a poursuivi son amélioration avec une nouvelle baisse du taux de chômage qui est passé au cours de l'année de 4,7% à 4,1%. En 2017, l'économie américaine a créé près de 2,2 millions d'emplois. Le marché du travail commence donc à devenir tendu avec un taux de chômage (dans sa définition restreinte U3) désormais en-dessous du point bas de 2007 (4,4%) et très proche du plancher atteint en 2000 à 3,8%.

### ÉTATS-UNIS: TAUX DE CHÔMAGE (EN%)



Source: Bloomberg.

Dans ce contexte, la progression des salaires américains aurait dû logiquement accélérer, mais cela n'a pas été le cas en 2017. En effet, les salaires sont restés sur un rythme de

progression stable, d'environ 2,5% par an, bien en-dessous des niveaux de croissance enregistrés pendant les années 2000-2007, entre 3% et 3,5% par an.

### ÉTATS-UNIS: PROGRESSION ANNUELLE DES SALAIRES (EN%)



Source: Bloomberg

En dépit du contexte économique favorable, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors éléments volatils comme l'alimentation et l'énergie,

a légèrement diminué en 2017, à 1,8% sur l'année (contre +2,2% en 2016).

### ÉTATS-UNIS : PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION HORS ALIMENTATION ET ÉNERGIE (EN%)



Source : Bloomberg.

Au niveau politique, après la prise de fonction du Président Donald Trump à la Maison Blanche début 2017, on pouvait redouter le vote de mesures à caractère protectionniste potentiellement dommageables au commerce et donc à la croissance mondiale. Cependant, les décisions en ce sens sont restées très limitées en 2017.

Après de longues et difficiles négociations, un consensus a été trouvé sur une réforme fiscale entre la Maison Blanche et les deux chambres parlementaires. Le Congrès américain a donc adopté, en fin d'année, une baisse significative du taux d'imposition des sociétés, le faisant passer de 35% à 21%, ainsi que, dans une moindre mesure, celui des ménages.

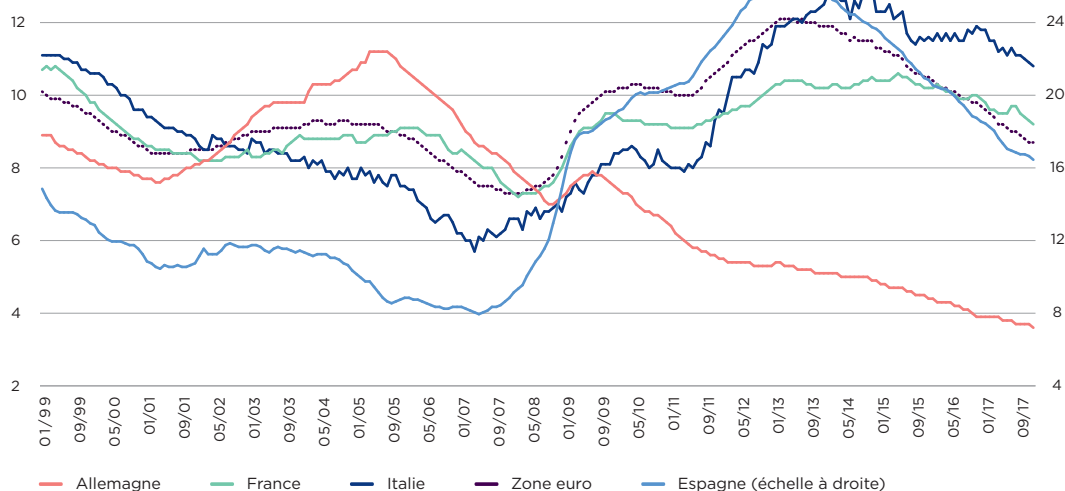
### Zone euro

La zone euro a vu son taux de croissance accélérer à +2,4% en 2017 (+0,6% par rapport à 2016), en raison d'une demande domestique solide (consommation et investissement) et d'une amélioration de la conjoncture internationale (exportations).

Dans ces conditions, le taux de chômage de la zone a diminué de 1%, passant de 9,7% à 8,7% de la population active. Les quatre principaux pays (Allemagne, Espagne, France, Italie) ont connu une amélioration sensible de leur marché de l'emploi (notamment une baisse du chômage de 0,7% en France et de 1% en Italie).



## TAUX DE CHÔMAGE DES PRINCIPAUX PAYS ZONE EURO DEPUIS JANVIER 1999 (EN%)

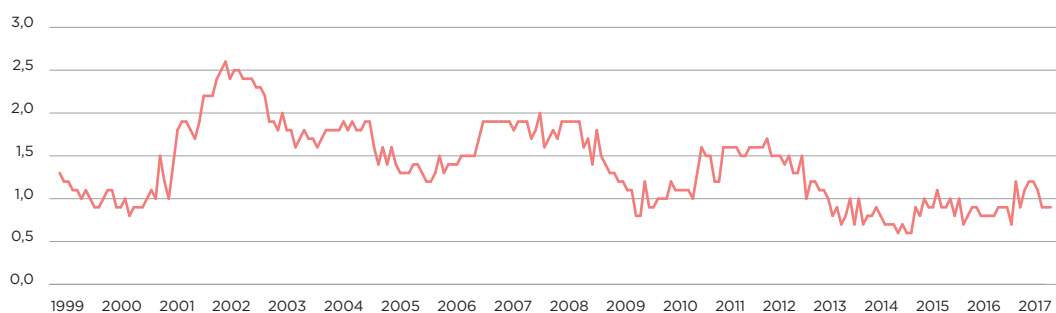


Source: Bloomberg.

Cependant, le taux de chômage de la zone euro se situe toujours au-dessus de son niveau d'avant crise financière de 2008 (proche de 8%), ce qui limite fortement les pressions salariales.

La hausse des salaires étant un déterminant important de la hausse des prix à long terme, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors éléments volatils comme l'alimentation et l'énergie, est ainsi restée stable en 2017, à +0,9% sur l'année.

## ZONE EURO: PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION HORS ALIMENTATION ET ÉNERGIE (EN%)



Source: Bloomberg

Le risque politique en Europe était considéré comme important en début d'année à l'occasion de la tenue d'élections législatives et présidentielles, particulièrement aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. Une éventuelle percée de courants extrémistes, potentiellement hostiles à l'Union européenne était alors redoutée. Finalement, ce risque ne s'est pas matérialisé. L'élection du

Président Emmanuel Macron en France a entraîné une forte atténuation de la perception du risque politique européen et a même suscité un regain de confiance de la part des investisseurs étrangers sur la zone euro. Les résultats indécis des élections allemandes et la crise politique en Catalogne n'ont pas été perçus comme très déstabilisateurs ou pouvant affecter la pérennité de la zone euro.

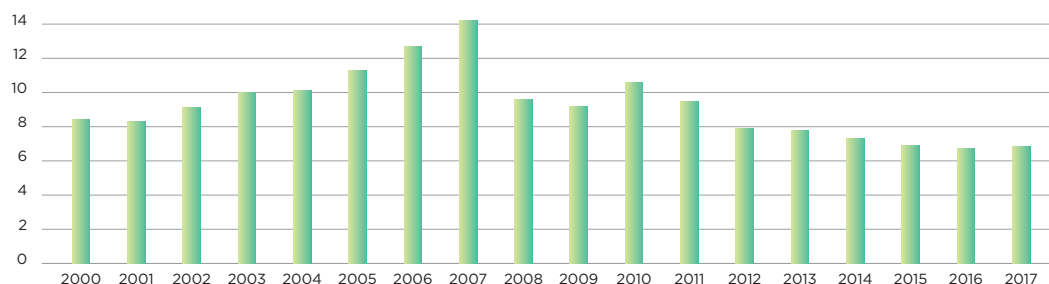
## Chine et pays émergents

Les pays émergents ont profité d'un contexte favorable avec :

- une accélération de la croissance du commerce mondial qui est passée de 1,6% en 2016 à 4,6% par an en 2017, au plus haut depuis 2011;
- une augmentation sensible du prix des matières premières industrielles et du pétrole, qui est passé de 57\$ à 67\$ en 2017, grâce à une demande solide et des coupes de production parmi les grands pays producteurs, notamment l'Arabie Saoudite et la Russie;
- la solidité de l'économie chinoise.

Après les craintes d'atterrissage brutal de son économie fin 2015 – début 2016, la Chine a finalement très bien résisté, affichant une croissance en 2017 de +6,8%, légèrement supérieure à celle de 2016 (+6,7%). La demande domestique est restée solide notamment grâce à un soutien budgétaire des autorités et la contribution du commerce extérieur est restée positive.

### CROISSANCE DU PIB DE LA CHINE DEPUIS 2000 (PAR AN EN %)



Source : Bloomberg.

La croissance chinoise semble donc s'être stabilisée sur un rythme compris entre 6,5% et 7% par an.

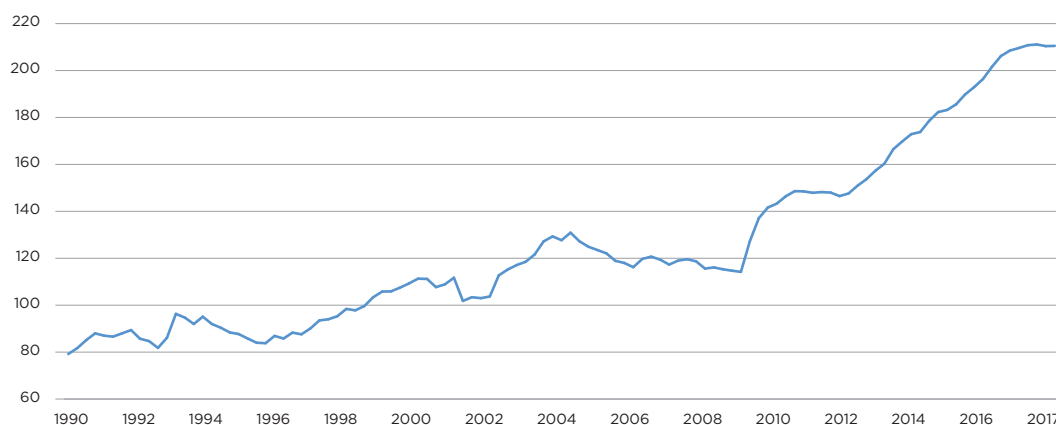
Depuis plusieurs années, la Chine est engagée dans une phase de réformes et de transition économique, l'objectif étant de transformer son modèle économique basé sur l'investissement et les exportations vers un modèle basé sur la consommation et les services (avec une montée en gamme de son industrie).

D'un point de vue politique, l'année 2017 a été importante pour la Chine avec la tenue, à l'automne, du 19<sup>ème</sup> congrès du Parti communiste chinois. Le président chinois Xi Jinping a été

reconduit à la tête du pays pour 5 ans. Outre le renforcement du pouvoir du président, ce congrès a permis de fixer les objectifs pour les prochaines années, concernant notamment la stabilité financière (mesures pour limiter l'endettement des agents économiques) et la priorité donnée à l'amélioration de la qualité de la croissance (normes environnementales, lutte contre la pollution...).

Comme le montre le graphique ci-après, l'endettement des agents du secteur privé non financier a fortement progressé depuis 2012, passant de 150% à 210% de la richesse nationale. Le taux d'endettement semble néanmoins stabilisé depuis fin 2016.

## CHINE : ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES DU SECTEUR NON FINANCIER (EN% DU PIB)



Source: Datastream, Banque des Règlements Internationaux.

À titre de comparaison, ce taux d'endettement pour l'ensemble des pays développés est de l'ordre de 165% du PIB (soit près de 45% en-dessous de celui de la Chine). Plus précisément, la dette des entreprises non financières est particulièrement élevée en Chine (à environ 160% du PIB contre 90%

pour les pays développés), celle des ménages étant plus faible (50% du PIB en Chine contre 75% pour les pays développés)<sup>4</sup>. L'évolution de cette situation représente le principal risque à court terme pour ce pays et reste à surveiller.

### Une normalisation très progressive des politiques monétaires des banques centrales

L'évolution favorable de la conjoncture économique a permis aux banques centrales de poursuivre ou d'amorcer la normalisation de leur politique monétaire. Aussi, l'absence d'accélération de l'inflation leur a laissé le temps de conduire cette phase de normalisation sur un rythme très graduel.

Ainsi, la Banque centrale américaine (FED) a procédé en 2017, comme elle le souhaitait, à trois hausses de taux de 0,25%, relevant son taux directeur au niveau de 1,25% - 1,50%. Par ailleurs, la FED a débuté depuis le mois d'octobre 2017 un programme de réduction très graduelle de son bilan (en ne réinvestissant pas l'intégralité des remboursements des titres présents à son actif). L'institution

monétaire a donc accéléré la normalisation de sa politique monétaire (après une hausse de taux de 0,25% fin 2015 et fin 2016) même si le rythme de relèvement reste lent au regard des précédents cycles de remontée des taux directeurs.

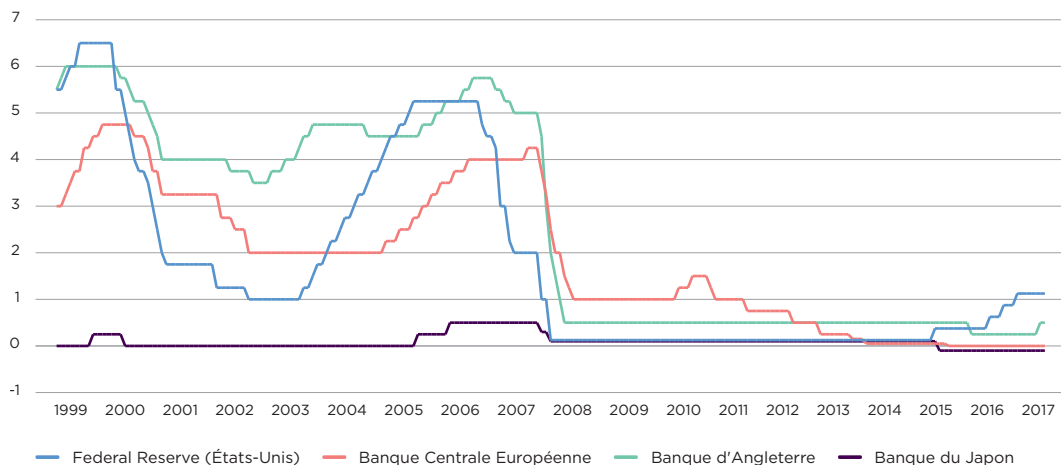
La zone euro semble moins avancée dans son cycle économique que les États-Unis (taux de chômage plus élevé, inflation plus faible). Ainsi, la Banque Centrale Européenne (BCE) mène toujours une politique monétaire très accommodante avec la mise en place de taux négatifs (taux de facilité de dépôts à -0,40%) et un programme d'achat d'actifs de grande ampleur depuis début 2015. En raison de l'amélioration de la situation économique en

4. Source: Datastream, Banque des Règlements Internationaux, T3 2017.

zone euro (taux de croissance de près de 2,5% fin 2017), la BCE a décidé de réduire le rythme de ses achats mensuels de 60 milliards d'euros à 30 milliards d'euros dès janvier 2018. L'institution monétaire est donc au

tout début de sa phase de normalisation et sa politique monétaire devrait rester accommodante tant que l'inflation ne sera pas proche de manière durable et auto-entretenue de sa cible (inflation inférieure mais proche de 2%).

### TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES: ÉTATS-UNIS, ZONE EURO, ANGLETERRE ET JAPON (EN %)

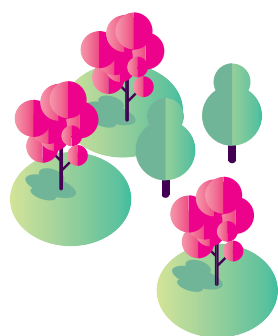


Source: Bloomberg, Datastream.

De son côté, la Banque du Japon (BoJ) a également maintenu une politique monétaire très accommodante: un taux directeur à 0%, des achats d'actifs massifs et un contrôle du taux d'intérêt à 10 ans, maintenu à un niveau proche de 0%.

Il faut noter que la Banque d'Angleterre (BoE) a procédé à un premier relèvement de taux d'intérêt de 0,25% en 2017 (passant son taux

directeur de 0,25% à 0,50%), justifié par un taux d'inflation élevé, de 3% à fin 2017 et un taux de chômage très bas (4,3% de la population active). Néanmoins, elle reste très préoccupée par les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, pouvant réduire à terme la croissance potentielle du pays. À l'instar des autres grandes banques centrales, la BoE devrait donc normaliser sa politique monétaire de manière très graduelle.



## UNE FORTE APPRÉCIATION DE L'EURO EN 2017

Le cours de l'euro contre dollar s'est fortement apprécié en 2017, passant de 1,05 à 1,20, ce qui représente une progression de près de 14 %.

Le mouvement de hausse s'est intensifié fin avril. En effet, après le premier tour de l'élection présidentielle française et grâce au sentiment de forte atténuation du risque politique pesant sur la zone euro, un regain de confiance des investisseurs étrangers a été observé.

Ensuite, l'accélération de la croissance économique de la zone euro, non anticipée début 2017, a entretenu la progression de la monnaie unique.

Cette situation économique favorable a poussé la Banque Centrale Européenne à débiter très progressivement la normalisation de sa politique monétaire. En 2017, une réduction du rythme des achats d'actifs de 60 milliards d'euros à 30 milliards d'euros par mois dès janvier 2018 a été annoncée.

Malgré sa forte hausse, le cours de l'euro reste cependant encore loin de son niveau de mi-2014 qui s'établissait à 1,39.

### Cours de l'euro par rapport au dollar



Source : Bloomberg

En termes effectifs réels, c'est-à-dire ajustés du poids des échanges commerciaux et de l'inflation, l'euro se situe fin 2017 encore en-dessous de sa moyenne de long terme\* (depuis 1994) d'environ 5 %. Le dollar est quant à lui légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme d'environ 2 %.

\* En pointillé ci-dessous

### Taux de change effectif réel, base 100 le 31/12/1994



Source : Bloomberg

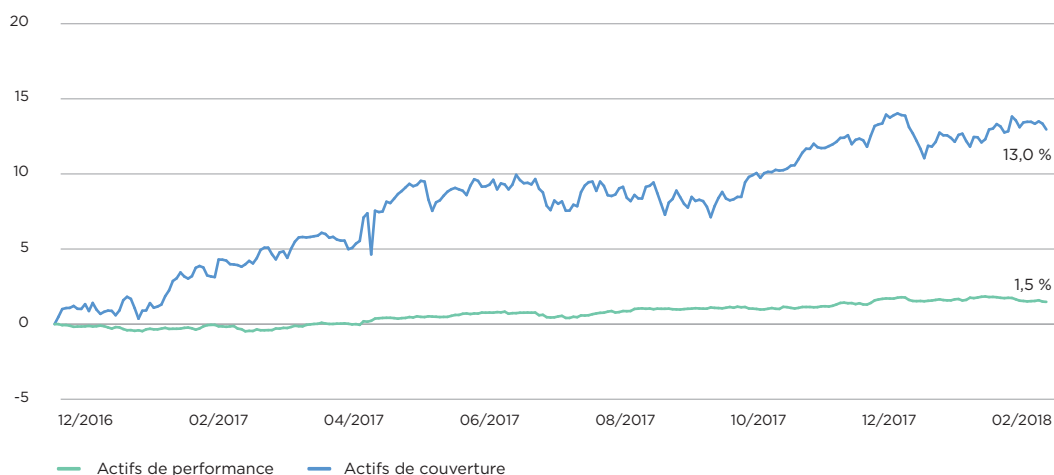
# Performance du FRR en 2017

## UNE PROGRESSION DE L'ACTIF DU FRR

En 2017, la performance totale du FRR a été de 7,16% nette de frais et l'actif du FRR a atteint, au 31 décembre, 36,4 milliards d'euros, grâce à l'appréciation de 13% des actifs de performance et de 1,5% des actifs de couverture.

**EN 2017,  
LA PERFORMANCE  
TOTALE DU FRR  
A ÉTÉ DE 7,16 % NETTE  
DE FRAIS**

## PERFORMANCE ANNUELLE DES DEUX CLASSES D'ACTIFS AU 29/12/2017 (EN %)



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

En cumulé depuis fin 2010, les actifs de performance affichent une progression de 70,3%, contre 30,5% pour les actifs de couverture.

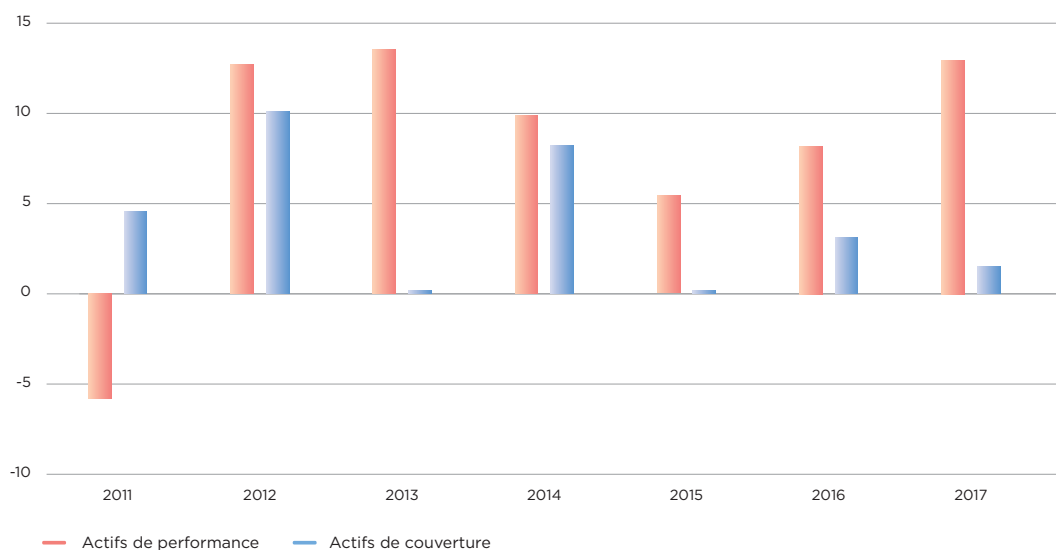
Le gain enregistré sur les actifs de performance est comparable à celui de 2012 ou

2013, lorsque les marchés actions l'avaient porté au-dessus de 10%. La progression des actifs de couverture, en revanche, se situe dans la moyenne des trois dernières années et devrait rester très faible dans les années à venir.





## PERFORMANCE ANNUELLE DES DEUX CLASSES D'ACTIFS DEPUIS 2011 (EN %)



La progression de 13% des actifs de performance est essentiellement due aux actions qui ont profité de l'embellie économique en 2017, accompagnée par la hausse sensible des profits des entreprises. Les sociétés de l'indice S&P500 représentatif du marché américain ont enregistré une hausse des bénéfices de plus de 10% sur l'année. En zone euro, les grandes entreprises ont vu leurs bénéfices augmenter de près de 14%. Il faut noter que les profits des entreprises japonaises et des pays émergents ont fortement progressé de respectivement 22% et 28%<sup>5</sup>.

Les conditions financières sont restées très attractives pour les entreprises avec des taux d'intérêt bas et une augmentation des liquidités due aux achats des banques centrales (BCE et BoJ). Dans ces conditions, les indices actions ont atteint des rendements compris entre 13% et 21%. Celui de la zone euro, en hausse de 13%, a souffert de l'appréciation de l'euro au cours de l'année.

La progression de 1,5% des actifs de couverture est due à la baisse des primes de risques sur les obligations d'entreprises de qualité et à la stabilité d'ensemble des taux d'intérêt qui, fin 2017, n'avaient quasiment pas augmenté par rapport à leur niveau de fin 2016. En effet, l'absence de pressions inflationnistes et des banques centrales très prudentes ont maintenu

les taux d'intérêt à long terme à des niveaux relativement stables en 2017 en dépit d'une amélioration sensible de la conjoncture économique mondiale.

Le taux à 10 ans du Trésor américain a terminé l'année au niveau de 2,4%, comme fin 2016, après avoir varié en cours d'année entre 2% et 2,6%.

Le taux à 10 ans allemand a évolué tout au long de l'année entre 0,2% et 0,6%, terminant 2017 à 0,4% (en hausse de +0,2%). Le taux à 10 ans des OAT françaises a enregistré une hausse de 0,1% en 2017, passant de 0,7% à 0,8%.

Mi-2016, les taux à long terme avaient touché leur plus bas historique avec un taux 10 ans à 1,35% pour les États-Unis, -0,2% pour l'Allemagne et 0,1% pour la France, signant peut-être la fin d'une longue tendance baissière sur les marchés de taux d'intérêt, initiée au début des années 1980.

En effet, en cette fin d'année 2017, le risque déflationniste semble avoir disparu et laissé sa place à une possible augmentation de l'inflation au cours des prochains trimestres, pouvant entraîner une hausse (peut-être modérée) des taux d'intérêt à long terme.

5. Source: Datastream, I/B/E/S.

## TAUX SOUVERAINS À 10 ANS (EN%)



Source: Bloomberg.

## CONTRIBUTION NETTE À LA PERFORMANCE TOTALE DU PORTEFEUILLE

30/12/2016 – 29/12/2017

|                                                           |                |
|-----------------------------------------------------------|----------------|
| <b>ACTIFS DE PERFORMANCE</b>                              | <b>6,62 %</b>  |
| Actions zone Euro                                         | 2,62 %         |
| Actions Europe + ISR Europe                               | 0,83 %         |
| Actions Amérique du Nord                                  | 0,89 %         |
| Actions Asie Bassin pacifique                             | 0,73 %         |
| Actions des pays émergents                                | 1,13 %         |
| Actions Monde                                             | 0,14 %         |
| Obligations d'entreprises à haut rendement                | 0,10 %         |
| Obligations des pays émergents                            | 0,01 %         |
| <b>ACTIFS NON COTÉS</b>                                   |                |
| Capital investissement en euros                           | 0,07 %         |
| Capital investissement en dollars                         | 0,03 %         |
| Infrastructures                                           | -0,02 %        |
| Immobilier Physique                                       | 0,01 %         |
| Fonds Mixtes de Capital et de Dettes                      | 0,05 %         |
| Prêts aux Entreprises                                     | 0,05 %         |
| <b>ACTIFS DE COUVERTURE</b>                               | <b>0,61 %</b>  |
| Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros   | 0,47 %         |
| Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars | 0,21 %         |
| Adossement Passif (OAT)                                   | -0,04 %        |
| Trésorerie globale                                        | -0,02 %        |
| <b>FRAIS DE GESTION ADMINISTRATIVE</b>                    | <b>-0,07 %</b> |
| <b>TOTAL</b>                                              | <b>7,16 %</b>  |

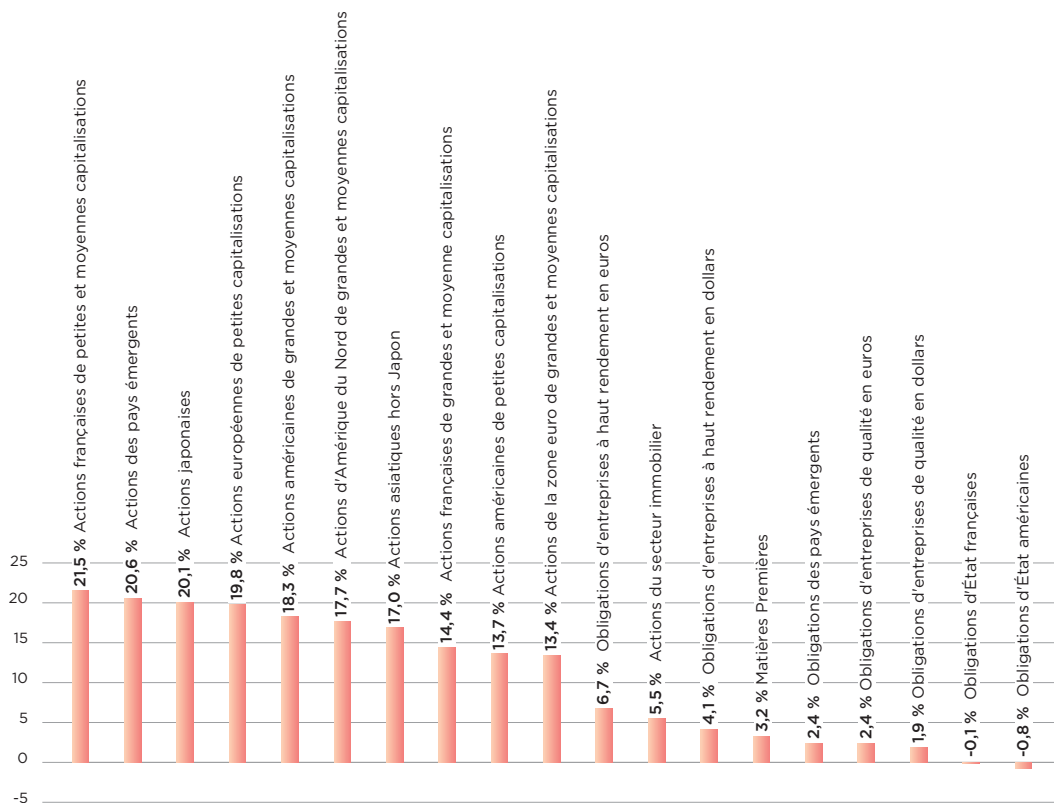
Au sein des actifs de couverture, ce sont les obligations d'entreprises de qualité qui se sont le mieux comportées: +2,4% pour celles libellées en euros et +1,9% pour celles en dollars. La performance de l'adossement, constitué d'Obligations de l'État français, est quasi-nulle à -0,1%.

La diversification internationale du portefeuille actions a été très bénéfique en 2017, puisque ce sont les actions des pays émergents (+20,6%) qui se sont le plus appréciées, devant les actions japonaises (20,1%), les actions américaines (+18,3%) et les actions de la zone euro (+13,4%). Les actions constituent le grand moteur de performance sur l'année, puisqu'elles y ont contribué à hauteur de 6,3%.

Les actifs de rendement (obligations à haut rendement, obligations des pays émergents) ont également progressé, avec des hausses respectives de 5,4% et 2,4%. Leur croissance s'explique principalement par les baisses des primes de risques sur la période.

**EN CONSÉQUENCE,  
LES DEUX TYPES D'ACTIFS  
CONTRIBUENT POSITIVEMENT  
MAIS INÉGALEMENT À LA  
PERFORMANCE 2017: 0,6 %  
POUR LES ACTIFS DE  
COUVERTURE ET 6,6 % POUR  
LES ACTIFS DE PERFORMANCE.**

## PERFORMANCES DES INDICES DE L'ALLOCATION STRATÉGIQUE EN 2017



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

## UNE GESTION SÉCURISÉE, PILOTÉE PAR LE PASSIF ET OPTIMISANT LA PERFORMANCE

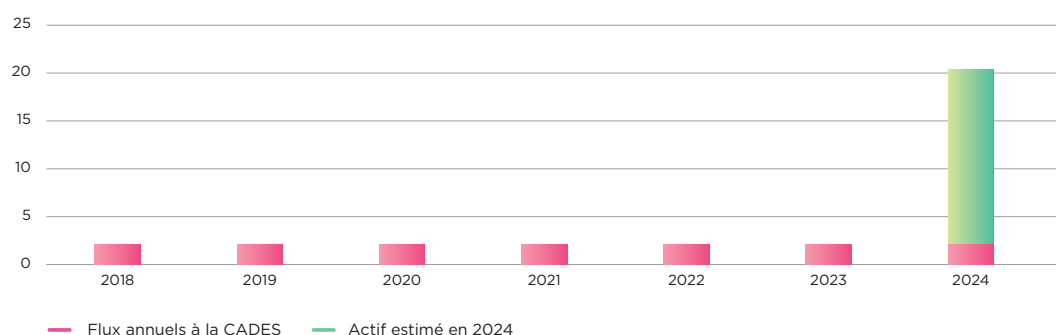
### Le FRR doit concilier deux objectifs de gestion

L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements du passif, correspondant à des versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la CADES jusqu'en 2024, et d'éventuels versements à la CNAV<sup>6</sup> au titre de la soulte CNIEG<sup>7</sup>, indexée sur la performance du FRR. Dans une gestion pilotée par un passif relativement court, la capacité à respecter cet objectif peut être évaluée à tout moment grâce au risque sur le surplus. Celui-ci se définit comme la différence entre l'actif net et le

passif actualisé du FRR<sup>8</sup> et doit être supérieur à 0. Au 25 avril 2024, lorsque le FRR n'aura plus d'engagements au passif, le surplus sera égal à l'actif.

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

### PASSIF ET ACTIF ESTIMÉ DU FRR (EN MILLIARDS D'EUROS)



6. Caisse nationale d'assurance vieillesse.

7. Caisse nationale des industries électriques et gazières.

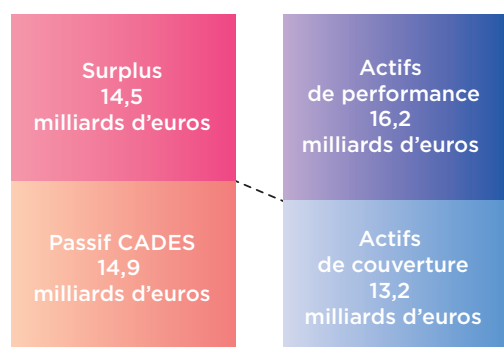
8. L'actualisation est effectuée au moyen de taux d'intérêt « zéro coupon » de la courbe des emprunts d'État français.

### Objectif principal: assurer les paiements inscrits au passif

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

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

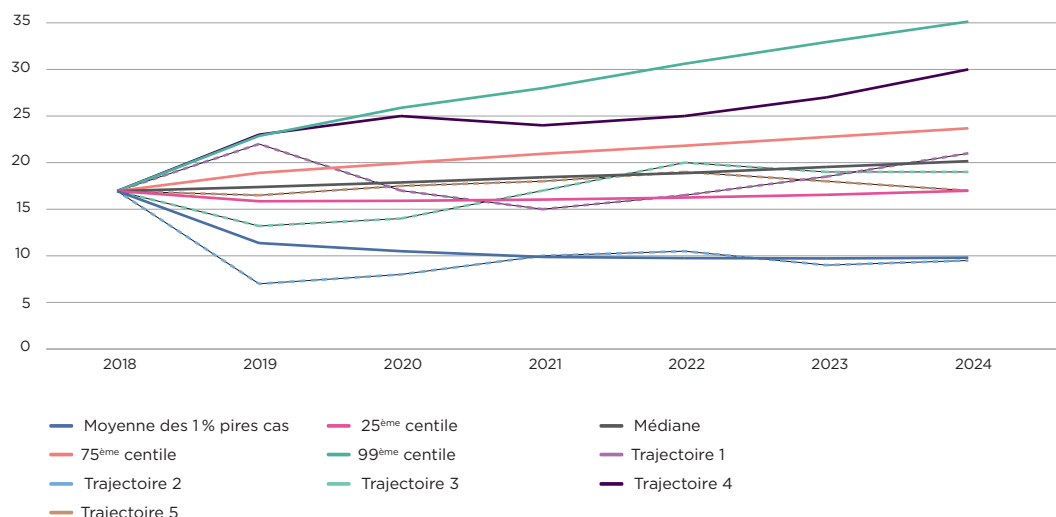
### ACTIF HORS CNIEG: 29,4 MILLIARDS D'EUROS AU 25/04/2017



Le FRR dispose d'un surplus égal à la différence entre son actif et la valeur actualisée de son passif. Le montant des actifs de couverture peut alors être légèrement inférieur à celui du passif, sans menacer le paiement des engagements. Ceci permet d'investir davantage dans des actifs présentant une espérance de performance plus élevée (actions, obligations à haut rendement et des pays émergents), en raison notamment des niveaux de taux d'intérêt actuels. Un ensemble de mesures de risque permet de vérifier que tous les versements à la CADES seront bien effectués, même en cas de scénario très défavorable.

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

### EXEMPLES DE VARIATIONS DU SURPLUS JUSQU'EN 2024 (EN MILLIARDS D'EUROS)



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

Pour le FRR, le pire scénario est une chute des taux d'intérêt et donc une hausse importante

du passif, car le passif n'est couvert qu'à 90% fin 2017. Ainsi, si le passif progresse de 3%, l'actif ne gagnera, en montant, que 90% de la progression du passif. Cependant, ce scénario «catastrophe» est particulièrement sévère sur les taux, puisqu'il implique que la courbe de taux française devienne largement négative sur toutes les maturités.

| Source de risque                                                                                                | Pire scénario historique |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| Actions pays développés                                                                                         | -53 %                    |
| Actions pays émergents                                                                                          | -57 %                    |
| Actions pays développés couvertes (via la mise en place de stratégies de couverture optionnelles systématiques) | -30 %                    |
| Obligations d'entreprises à haut rendement                                                                      | -35 %                    |
| Obligations des pays émergents                                                                                  | -30 %                    |
| Crédit des obligations d'entreprises de qualité en euros (performance relative par rapport à l'adossement)      | -17 %                    |
| Crédit des obligations d'entreprises de qualité en dollars (performance relative par rapport à l'adossement)    | -20 %                    |
| Passif                                                                                                          | 3 %                      |

### Second objectif: créer une valeur importante

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

La performance espérée du FRR est donc sensiblement supérieure au coût de la dette CADES (taux de la dette d'État française augmenté d'une prime CADES), ce qui permet une création de valeur substantielle.

Ainsi, depuis la réforme des retraites de 2010 jusqu'à fin 2017, le FRR a créé 11,2 milliards d'euros de valeur. Nous estimons que, en 2017, 1 euro placé dans le FRR crée 25 centimes de valeur actualisée pour l'État, à allocation constante<sup>9</sup>, d'ici 2024.

De plus, chaque apport additionnel peut créer jusqu'à 38 centimes de valeur par euro si le FRR utilise la marge de manœuvre supplémentaire<sup>10</sup> offerte pour investir davantage en actifs de performance, à risque égal. A *contrario*, tout retrait de 1 euro prive l'État de 38 centimes de valeur créée du fait de la sécurisation nécessaire de l'allocation.

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

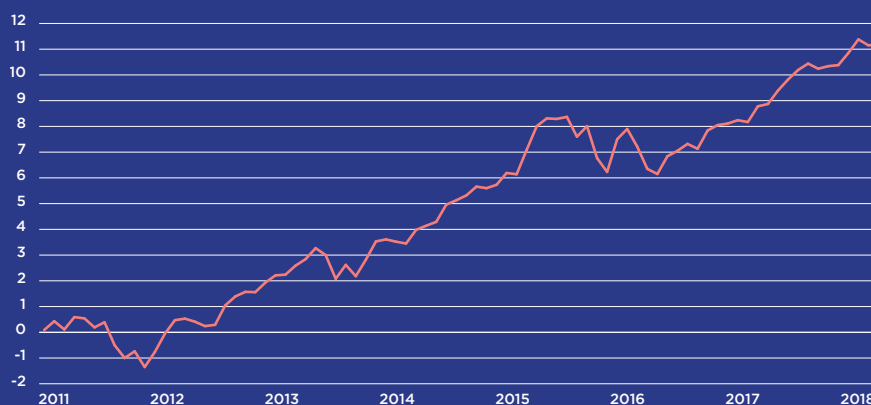
10. L'apport fait progresser l'actif, à passif inchangé. Il est donc plus aisé de payer le passif.

## CRÉATION DE VALEUR DU FRR POUR L'ÉTAT

Depuis la mise en place du nouveau modèle de gestion basé sur le passif, début 2011, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français de 11,2 milliards d'euros, en progression de 2,4 milliards au cours de l'année 2017.

Cette somme de 11,2 milliards d'euros correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR (ajusté des abondements et décaissements) depuis 2011 et ce qu'a coûté la dette que l'État a dû émettre (au taux moyen) au lieu d'utiliser pour son financement les sommes versées au FRR. Le coût de la dette française est augmenté dans ces calculs d'une prime fixe de 0,10 % afin de refléter le risque de signature de la CADES.

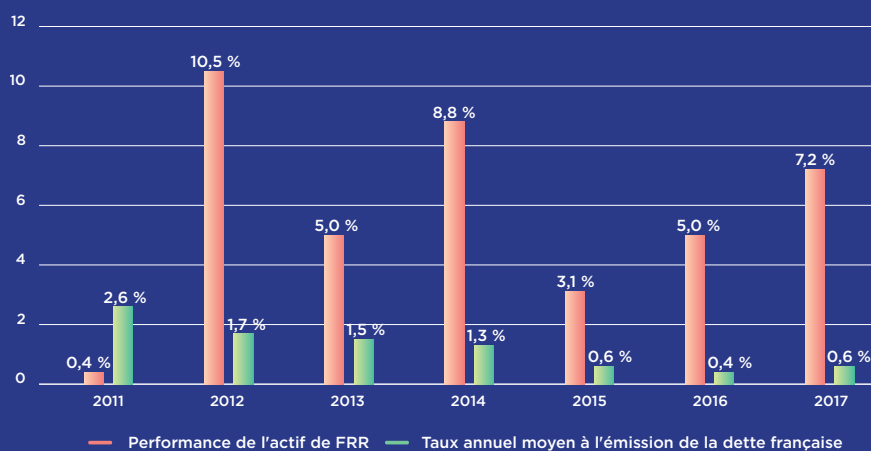
### Création de valeur du FRR par rapport à un investissement au coût de la dette française (en milliards d'euros)



Source : FRR, Agence France Trésor.

Ainsi, au cours des sept dernières années, l'actif du FRR a obtenu une performance annualisée de 5,7 % (7,2 % en 2017) alors que le taux annuel moyen de la dette souveraine française (prime CADES incluse) s'est élevé à 1,2 % (0,6 % en 2017).

### Performance annuelle de l'actif du FRR et coût moyen pondéré de la dette française (en %)



Source : FRR, Agence France Trésor.

## LE PORTEFEUILLE DU FRR

Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements «de portefeuille» sont constitués de mandats de gestion, attribués par appels d'offres, ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. La sélection des prestataires fait, dans tous les cas, l'objet d'une analyse et d'un avis du Comité de Sélection des Gérants. Un mandat externe particulier dit «transversal» (ou «*overlay*»), permet de couvrir le risque de change du FRR et, *via* des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres.

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

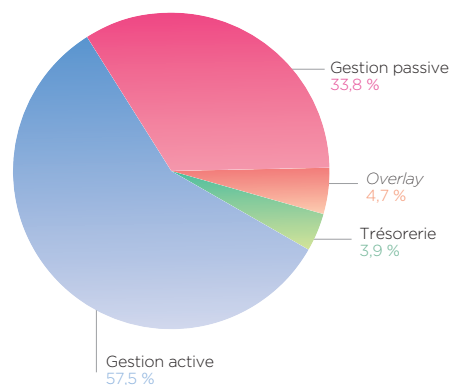
Cette approche «cœur-satellite» mise en place sur les mandats de gestion vise à garantir, au plus faible coût possible, une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concentré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer. Au 31 décembre 2017, les gestions actives représentent environ 57,5% de l'actif net total du FRR et 55,9% des investissements en actions.

### Répartition du portefeuille par type de gestion

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

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

### RÉPARTITION DES TYPES DE GESTION<sup>13</sup>



### Composition du portefeuille

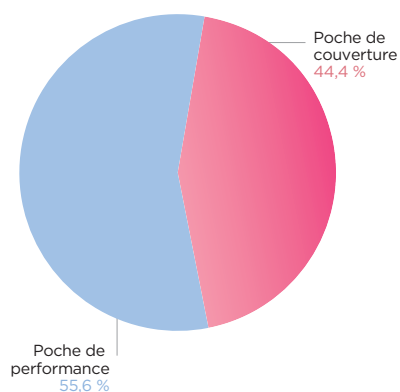
En 2017, la composition du portefeuille a sensiblement varié par rapport à 2016. Le poids des actifs de performance a augmenté de 5% (55%), à la suite de la mise en place de la nouvelle allocation stratégique.

Au 31 décembre 2017, le portefeuille du FRR se composait :

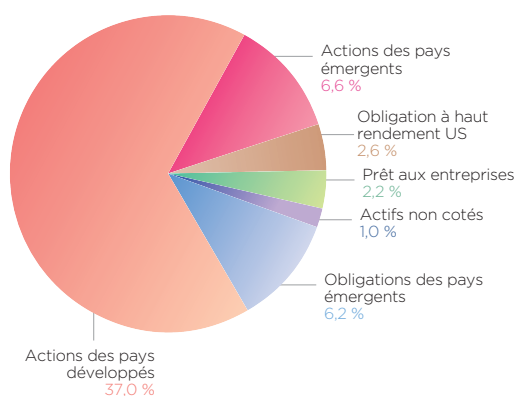
- d'actifs de performance représentant 55,6% de l'actif net du FRR, contre 51,1% à la fin de 2016 ;
- d'actifs de couverture représentant 44,4% de l'actif net du FRR contre 48,9% à la fin de l'année 2016.



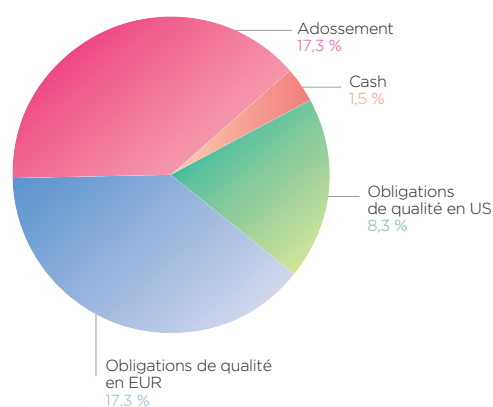
## PORTEFEUILLE DU FRR AU 31/12/2017



### ACTIFS DE PERFORMANCE



### ACTIFS DE COUVERTURE



#### Actif de performance 55,6 %

|                                                   |        |
|---------------------------------------------------|--------|
| <b>Actions</b>                                    | 43,6 % |
| Actions européennes                               | 23,0 % |
| Actions non européennes                           | 13,0 % |
| Actions couvertes en options                      | 7,6 %  |
| <b>Obligations d'entreprises à haut rendement</b> | 2,6 %  |
| <b>Obligations des pays émergents</b>             | 6,2 %  |
| <b>Actifs non cotés</b>                           | 3,2 %  |
| Prêts à l'économie                                | 2,2 %  |
| Capital investissement                            | 0,7 %  |
| Infrastructure & immobilier                       | 0,3 %  |

#### Actif de couverture 44,4 %

|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| <b>Obligations de qualité</b>        | 43,0 % |
| Adossement au passif                 | 17,3 % |
| Obligations d'États développés       | 0,0 %  |
| Obligations d'entreprises de qualité | 25,6 % |
| <b>Liquidité</b>                     | 1,5 %  |

### Les actifs de performance

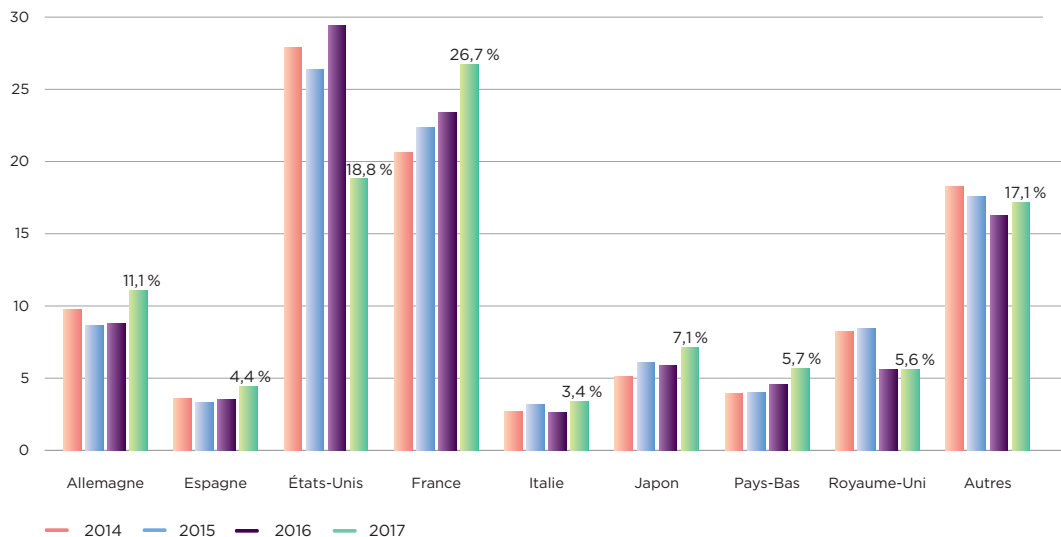
Au 31 décembre 2017, la valeur boursière du portefeuille d'actions s'élevait à 13,7 milliards d'euros (hors *overlay*).

La diversification hors zone euro des actions a été très profitable en 2017, puisque les actions de la zone euro ont largement sous-performé les autres grandes zones géographiques. Leur performance a tout de même été de 13,4%. Comme en 2016, les pays émergents ont affiché la meilleure performance: 20,6%. Après avoir sous-performé les autres zones en 2016, les actions japonaises ont fortement rebondi à partir d'avril et ont terminé

à 20,1% de performance annuelle. Enfin, les actions nord-américaines ont profité de l'extraordinaire performance du secteur technologique américain et, en fin d'année, de l'adoption de la réforme fiscale pour progresser de 17,7%.

**EN 2017, LE POIDS DES ACTIFS DE PERFORMANCE A ÉTÉ PORTÉ À 55,6% CONTRE 51,5% FIN 2016.**

### ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES MANDATS ACTIONS

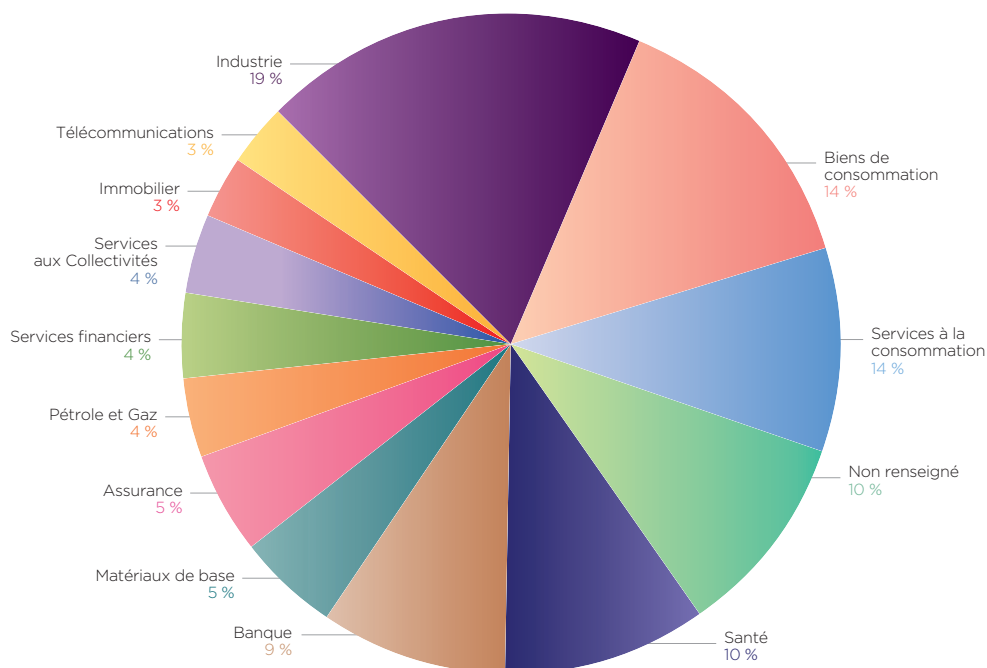


En 2017, deux mandats de gestion passive et un mandat de gestion active Amérique du Nord ont été clôturés afin d'activer des mandats gérés contre des indices optimisés de gestion décarbonée ESG (Eurozone, Monde,

Europe, Asie Pacifique hors Japon). Enfin, la poursuite de la sélection de fonds de prêts à l'économie contribue à la poursuite de la hausse des investissements en zone euro depuis 2014 et en particulier en France.



## RÉPARTITION SECTORIELLE DES MANDATS ACTIONS AU 21/12/2017



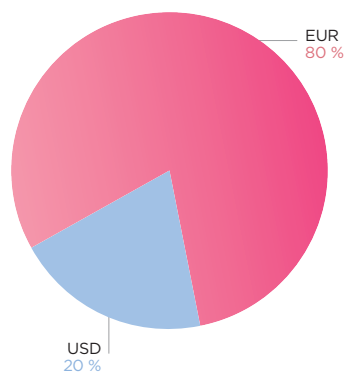
### Les actifs de couverture

Cette poche représente, au 31 décembre 2017, 44,4% de l'actif net du FRR. Elle est composée notamment de mandats de gestion mettant en œuvre une gestion adossée de type «*buy&hold*»<sup>11</sup> en emprunts d'État français afin d'honorer une part substantielle des flux de paiement à la CADES d'ici 2024, mais aussi de mandats d'obligations d'entreprises de bonne qualité.

La baisse continue des taux obligataires des emprunts d'États ces dernières années a conduit le FRR à poursuivre la diversification de la poche de couverture en renforçant le poids des obligations d'entreprises afin de bénéficier d'un rendement supplémentaire qui représente maintenant l'essentiel de la rémunération des titres obligataires. Le poids de ces obligations d'entreprises dans la poche de couverture atteint 60% en 2017.

Les obligations émises en dollars sont couvertes du risque de change.

### RÉPARTITION DES MANDATS TAUX PAR DEVISE AU 31/12/2017

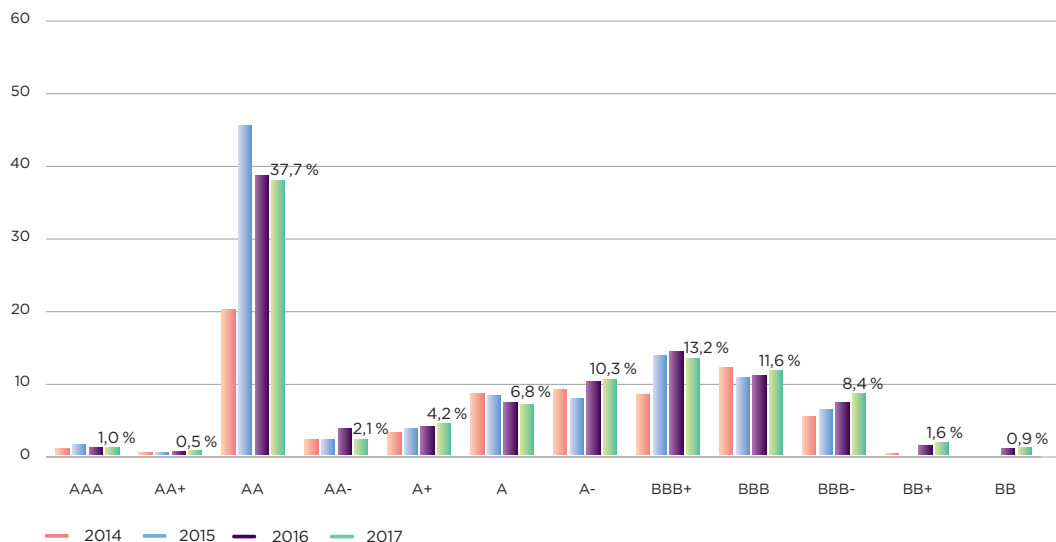


11. Gestion obligataire dans laquelle les titres en portefeuille sont conservés en principe jusqu'à l'échéance.

Le portefeuille de couverture bénéficie d'une bonne qualité de crédit: les émetteurs les moins bien notés (en catégorie BBB) ne

représentent pas plus de 35,6%, et seul 2,6% sont notés en dessous de BBB-.

### ÉVOLUTION DES OBLIGATIONS DÉTENUES DANS LES MANDATS PAR NOTATION DE L'ÉMISSION

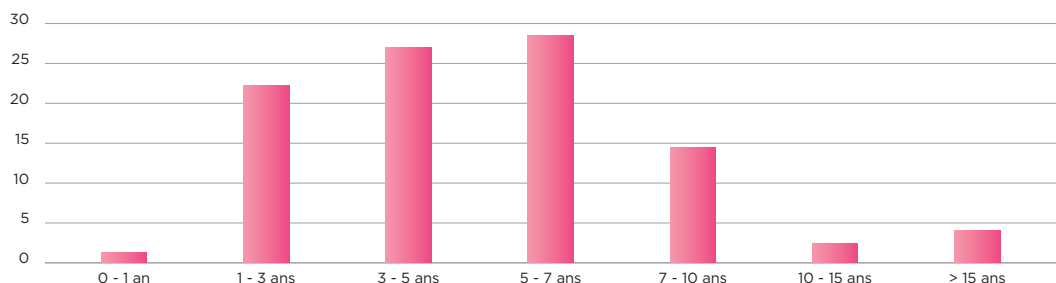


En ce qui concerne les émetteurs de la poche de couverture, plus de 38,3% des actifs obligataires sont des emprunts d'États, 27,3% sont émis par des banques et 34,4% par des entreprises. Si l'on devait également prendre en compte les actifs obligataires détenus dans la poche de performance qui représentent 21% du total des actifs obligataires

du FRR toutes poches confondues, ces proportions atteindraient 42% pour les emprunts d'États et 58 % pour les entreprises du secteur privé.

Les actifs d'adossement représentent 39% des actifs de couverture. Ils sont détenus jusqu'à maturité.

### STRUCTURE DES MANDATS TAUX PAR TRANCHE DE MATURITÉ AU 31/12/2017



### La poursuite de deux axes stratégiques

Deux grands axes stratégiques ont été suivis en 2017 :

- La poursuite du programme d'investissement en actifs non cotés (prêts à l'économie, capital investissement, infrastructures), dans le cadre de l'enveloppe de deux milliards d'euros destinés à soutenir l'économie française. Ainsi, plus de 180 millions ont été investis cette année, et près d'un 1,6 milliard d'euros d'engagements restent à être appelés.
- La réduction de la sensibilité aux taux d'intérêt des actifs de couverture, afin que le surplus s'apprécie en cas de montée des taux d'intérêt.

### La poursuite des investissements dans l'économie française

Le FRR a continué ses engagements en prêts à l'économie, capital investissement, infrastructures et immobilier, dans le cadre de l'enveloppe de deux milliards d'euros en actifs non cotés destinés à soutenir l'économie française. et d'une enveloppe de 1,1 milliard d'euros dédiés aux prêts à l'économie.

Un montant d'un milliard a été engagé en 2017 :

- en infrastructures, le FRR a souscrit dans 2 nouveaux fonds : Quaero European Infrastructure Fund et CapEnergie 3 pour un montant d'engagements de 90 millions.

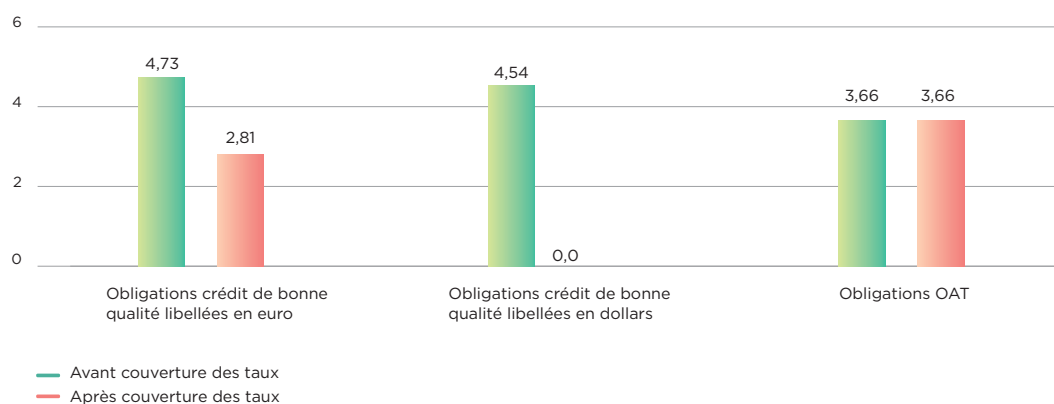
- en prêts à l'économie (ou dette privée), les mandats de fonds dédiés ont été finalisés en 2017 pour un engagement de 600 millions (Idinvest, Lyxor AM, Schelcher Prince et BNP PAM) et un nouvel investissement dans un fonds collectif CMC-CIC Private Debt 2 a été réalisé pour 60 millions.
- en capital investissement, les premiers mandats de fonds de fonds ont été finalisés en 2017 pour un engagement de 250 millions (Ardian et Swen Capital).

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

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

Dans l'allocation stratégique, le FRR a réduit la sensibilité de ses actifs de taux de qualité grâce à la vente de futures sur obligations d'État allemandes et américaines. Cependant, en raison d'un déséquilibre offre/demande et d'un manque d'arbitrage, la vente de futures sur obligations d'État allemandes est devenue coûteuse. Celles-ci étant actuellement très corrélées avec les obligations d'État américaines, le FRR a racheté, en 2017, des futures sur obligations d'État allemandes (pour un total de 2,06 milliards d'euros) et vendu à la place des futures sur obligations d'État américaines (pour un total de 3,05 milliards d'euros, en réduisant la sensibilité des futures vendus).

## SENSIBILITÉ DES MANDATS OBLIGATAIRES AU 31/12/2017



La sous-sensibilité aux taux du surplus s'est réduite au cours de l'année 2017.

Fin 2017, la sensibilité aux taux du surplus est d'environ -0,8. Ceci signifie qu'une hausse d'1 point des courbes de taux ferait gagner 0,8% au surplus, soit environ 140 millions d'euros. *A contrario*, une baisse de 1 point diminuerait le surplus de 0,8%.

Fin 2016, le FRR avait légèrement augmenté cette sous-sensibilité à -2, en réduisant la sensibilité du portefeuille aux taux de la zone euro. Mais cette sous-sensibilité se réduit régulièrement, car la sensibilité du passif baisse plus vite que celle des actifs du FRR<sup>12</sup>. En effet, l'horizon jusqu'aux maturités du passif se réduit constamment, entraînant une baisse régulière de sa sensibilité. *A contrario*, l'actif comporte des indices d'obligations d'entreprises dans lesquels de nouvelles obligations remplacent celles arrivant à échéance, maintenant ainsi leur sensibilité à peu près constante.

#### Mise en place de stratégies de couverture en options

L'allocation stratégique 2017 comportant 8% d'actions des pays développés couvertes en options, des stratégies optionnelles ont régulièrement été mises en place dans le portefeuille pour le protéger contre d'éventuelles baisses soudaines des actions. Cependant, en 2017, la baisse maximale des actions a été de

moins de 5% en zone euro. La progression des actions américaines n'a, elle, guère ralenti au cours de l'année. Par conséquent, les stratégies de couvertures optionnelles n'ont pas été profitables cette année, mais elles ont réduit la volatilité globale du portefeuille.

#### Autres mouvements sur les mandats

En 2017, outre l'activation des mandats en titres non cotés (évoquée plus haut), l'activité mandats a aussi été marquée par le renouvellement des mandats de gestion passive actions avec une composante ESG. Les gestionnaires des nouveaux mandats sont désormais chargés, en plus de la minimisation des écarts de performance avec leur indice de référence :

- de réduire l'empreinte carbone actuelle et potentielle (due aux réserves fossiles exploitables des entreprises);
- d'exclure les sociétés liées aux secteurs du tabac et du charbon;
- d'accroître la part d'entreprises «vertes»; et
- d'améliorer la note ESG globale.

Ce changement a eu deux effets majeurs :

- l'augmentation mécanique de la part de la gestion ESG et décarbonée du FRR; et
- l'abandon des indices «*Low Carbon Leaders*», puisque la décarbonation (ainsi que les autres actions citées plus haut) est désormais réalisée par les gérants, de façon plus qualitative.



12. L'horizon jusqu'aux maturités du passif se réduit constamment, entraînant une baisse régulière de sa sensibilité. Cependant, l'actif comporte des indices d'obligations d'entreprises dans lesquels de nouvelles obligations remplacent celles arrivant à échéance, maintenant ainsi leur sensibilité à peu près constante.

## ACTUALITÉ DES APPELS D'OFFRES

L'année 2017 a été chargée en matière d'appels d'offres. En effet, 2017 a été l'année de finalisation et de poursuite des appels d'offres portant sur les investissements en capital investissement mais aussi l'année de nouveaux appels d'offres portant sur des mandats arrivant à échéance courant 2018.

- En janvier, le FRR a lancé un premier appel d'offres portant sur la sélection de plusieurs gestionnaires capables d'assurer une gestion d'adossage de flux ou « cash-flow matching » en investissant majoritairement dans des titres financiers émis par l'État français, tels que des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) et des Bons du Trésor. Le montant indicatif alloué à cette classe d'actifs concerne un encours de 5 milliards d'euros pouvant évoluer à la baisse en fonction de la chronique de décaissements à laquelle le FRR est assujéti aux termes de la loi n°2010-1594 du 20 décembre 2010 de financement de la sécurité sociale.

Au terme du processus de sélection, les deux sociétés de gestion AXA IM et Amundi ont été sélectionnées.

- En juin 2017, dans le cadre de la poursuite du déploiement de son programme d'investissements non cotés pour soutenir l'économie française, le FRR a lancé un appel d'offres pour la création et la gestion de fonds dédiés investis exclusivement sur le segment du capital développement/transmission de PME ou d'ETI françaises pour un encours maximal de 500 millions d'euros, la sélection finale des gestionnaires interviendra dans le courant de l'année 2018.
- En octobre, le FRR a lancé le renouvellement de l'appel d'offres sur la gestion des opérations de transition. Les principales missions d'un gérant de transition sont de gérer un ou plusieurs portefeuilles qui lui sont confiés par le FRR pendant une courte période, ou de reconfigurer des portefeuilles selon les souhaits exprimés par un ou plusieurs gestionnaires agissant pour le compte du FRR. Pour ce marché, la sélection finale de deux gestionnaires au maximum devrait intervenir dans le courant de l'année 2018.

Enfin, 2017 a également vu le lancement d'un appel d'offres portant sur la sélection d'un prestataire capable d'analyser, de mesurer et de suivre l'empreinte environnementale du portefeuille d'actifs financiers du FRR. L'empreinte environnementale que le FRR souhaite calculer est définie par l'identification des risques induits par le changement climatique auxquels il est exposé à travers la détention d'actifs financiers.

Le prestataire sélectionné est la société S&P Trucost Limited.

Deux appels d'offres en capital investissement ont été finalisés en 2017 dans le cadre du programme d'investissement dans l'économie française de deux milliards d'euros en actifs non cotés. D'abord, un premier appel d'offres concernait des stratégies fonds de fonds de capital investissement. Cet appel d'offres portait sur la sélection de plusieurs gestionnaires de fonds de capital investissement dans le but de créer et de gérer des fonds dédiés pour le FRR investis dans des fonds dont l'objet est d'investir au moins 80 % de leur actif en fonds propres ou quasi fonds propres d'entreprises françaises non cotées. Les opérations visées peuvent être initiées dans les segments suivants du développement d'une entreprise :

- capital risque (notamment innovation à l'exclusion de l'amorçage),
- capital développement,
- capital transmission.

À l'issue du processus de sélection, le FRR a alloué 350 millions d'euros à trois acteurs d'expérience affirmée et de présence historique sur le marché français : Ardian, LGT Capital Partners et Swen Capital Partners.

Le second appel d'offres concernait un appel d'offres en capital innovation lancé en 2016. Cet appel d'offres a porté sur la sélection de plusieurs gestionnaires capables de créer et de gérer chacun un fonds dédié investi exclusivement sur le segment du capital-risque/innovation d'entreprises située en France. Les investissements réalisés sont destinés à financer les premiers stades de développement de l'entreprise, c'est-à-dire les étapes de création et de croissance. Au terme de l'appel d'offres, le FRR a alloué 185 millions d'euros à trois acteurs bénéficiant d'expertises fortes et complémentaires en capital-innovation : Idinvest Partners, Omnes Capital et Truffle Capital.

## LES EXPERTISES ET LE TRAVAIL DU FRR ONT ÉTÉ RÉCOMPENSÉS PAR 2 « IPE AWARDS » EN 2017

En 2017, le FRR a été nommé aux IPE<sup>13</sup> awards (un des événements les plus suivis au sein des fonds de pension européens, récompensant la sophistication et la créativité des participants) dans les six catégories suivantes : fonds de pension français, fonds de réserve européen, construction de portefeuille, management du risque, smart betas, gestion passive. Le FRR a remporté le 1er prix sur les catégories :

- Gestion passive, qui récompense tout le développement des investissements passifs en actions sur indices optimisés et la démarche originale du FRR en matière de gestion ESG ; et
- Meilleur fonds de pension français.





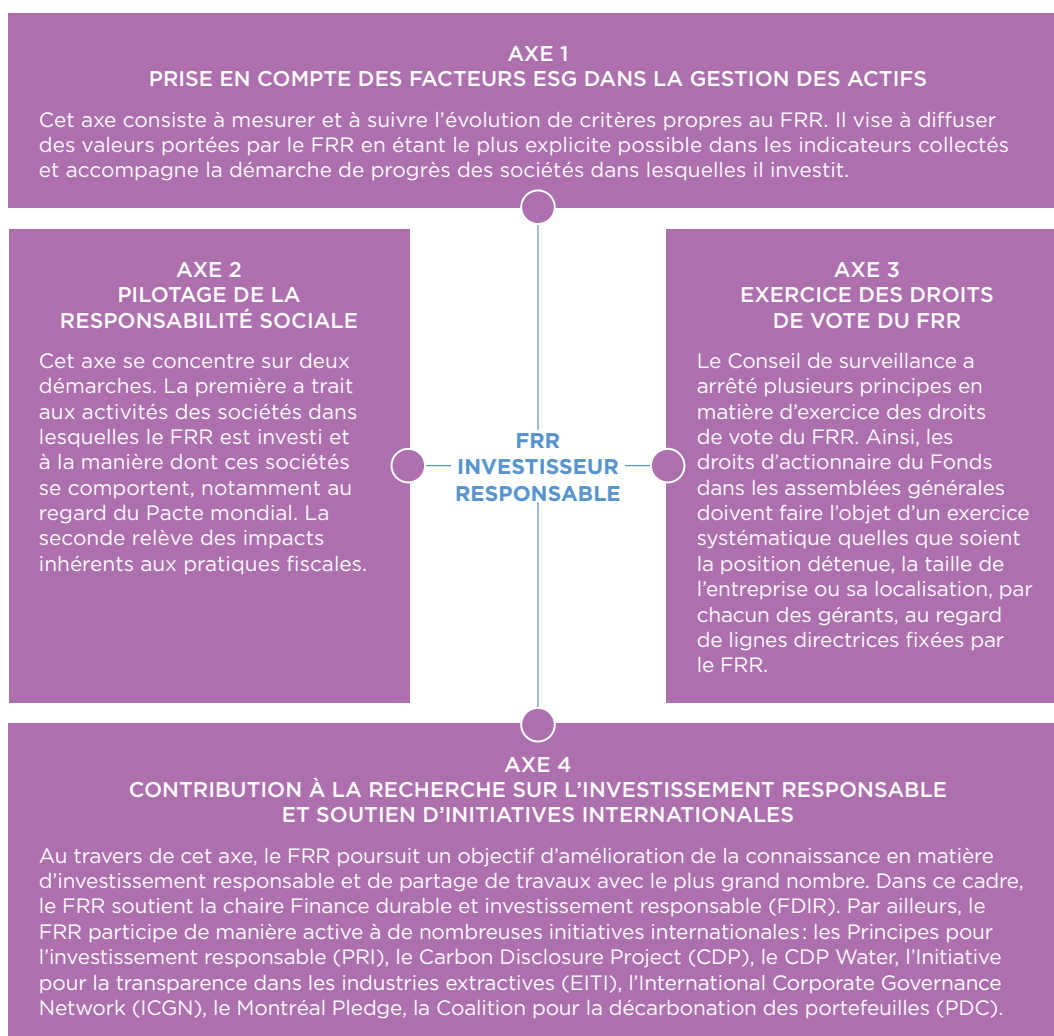
# L'investissement socialement responsable au cœur de la gestion du FRR

Cette partie présente l'engagement du FRR dans le domaine de l'investissement responsable, plus largement décrit dans le rapport spécifique sur l'article 173 qui sera publié ultérieurement. En effet, bien que n'y étant pas tenu par la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la Transition énergétique pour la croissance verte, le FRR a adopté le cadre défini par la nouvelle obligation pour les investisseurs institutionnels d'informer sur l'intégration de paramètres ESG\* dans leur politique et pratiques d'investissement et, notamment de manière précise sur leur gestion des risques

financiers liés au climat (al. 6 de l'article 173 de la loi Transition énergétique pour la croissance verte, extension de l'article 224 de la loi Grenelle II).

Son rôle d'investisseur public, instrument de solidarité entre les générations, a conduit le FRR à se déclarer, depuis 2005, comme investisseur responsable, en lien avec sa mission fondamentale et son objectif: optimiser le rendement des fonds qui lui ont été confiés au nom de la collectivité, dans les meilleures conditions de sécurité possibles.

## FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE: RAPPEL DES PRINCIPES



\*Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

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

La stratégie Investissement Responsable 2013-2018 adoptée par le Conseil de Surveillance du FRR a permis de consolider les principes fondateurs de son identité d'investisseur responsable. Elle se décline en quatre axes principaux au sein d'un dispositif de suivi régulier effectué par le Comité de l'investissement responsable (CIR), composé de membres du Conseil de surveillance du FRR et d'experts. Cette stratégie sera révisée au cours de l'année 2018.

## LE FRR, UN INVESTISSEUR RESPONSABLE

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

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 des Principes d'Investissement Responsable, ceux de bonne gouvernance comme l'International Corporate Governance Network (ICGN) ou encore ceux de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier les Conventions d'Ottawa<sup>14</sup> et d'Oslo<sup>15</sup>.

## Exclusions liées aux armes prohibées

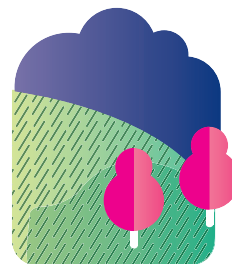
Chaque année, le FRR publie une liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement responsable du Conseil de surveillance. Cette liste est mise à jour dans le courant du premier semestre de chaque année. Elle se base sur une méthodologie dont l'objectif est d'identifier les entreprises impliquées dans le développement, la production, l'entretien, l'utilisation, la distribution, le stockage, le transport ou le commerce d'armes interdites ou de leurs composants clés. Traditionnellement, les parties prenantes se réfèrent aux armes suivantes :

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

Le FRR a choisi d'exclure toutes ces armes à l'exception des armes nucléaires.

Le changement de prestataire, utilisé pour identifier les entreprises impliquées dans les armements controversés, a généré une évolution significative de la liste d'exclusion du FRR en 2017. Ainsi, dans l'univers d'investissement du FRR, 37 entreprises impliquées dans la production d'armes à sous munitions, de mines anti-personnel, armes chimiques et bactériologiques ont été identifiées.

Deux sociétés n'apparaissent plus dans la nouvelle liste. Il s'agit d'Alliant Techsystems et de Hellenic Defense Systems. Alliant Techsystems est dorénavant intégrée à Orbital ATK inc. qui appartient déjà à la liste. Concernant Hellenic Defense Systems, compte tenu du manque de preuves relatives à son implication dans les armements controversés, il a été décidé de ne pas la conserver dans la nouvelle liste d'exclusion.



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

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

---

**NOUVELLE LISTE D'EXCLUSION DU FRR AU 9 AVRIL 2018**


---

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

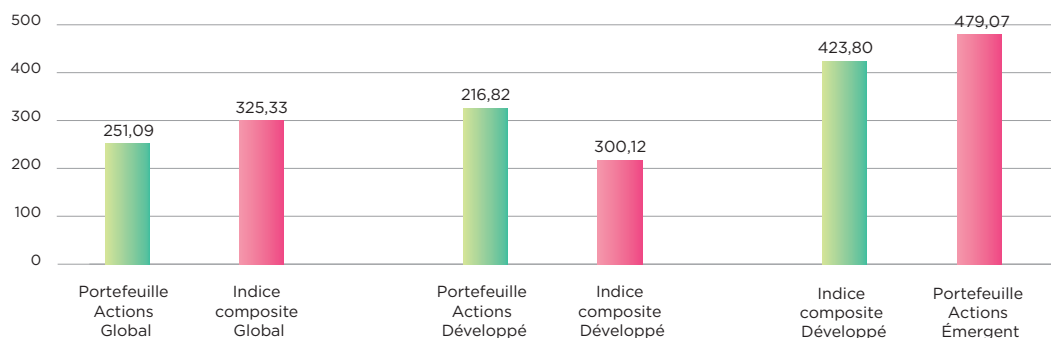
### Le FRR communique sur l'empreinte carbone de son portefeuille actions et obligataire

Le FRR a calculé pour la première fois en 2007 l'empreinte environnementale de son portefeuille, dont l'empreinte carbone est une composante. Depuis 2013, le FRR évalue chaque année son portefeuille. L'étude couvre les émissions induites par les activités des entreprises ainsi que par celles de leurs fournisseurs directs.

Le FRR a fait le choix de mesurer son empreinte carbone selon trois méthodes :

- L'empreinte carbone en capital calculée en tonne d'équivalent CO<sub>2</sub> pour un million d'euros investis représente le montant d'émissions financées par les actifs du FRR,
- L'empreinte carbone en chiffre d'affaires des portefeuilles, obtenue en divisant les émissions annuelles en tonnes de CO<sub>2</sub> des entreprises par leur chiffre d'affaires annuel, exprimée en millions d'euros. Au sein de cette dernière mesure, le FRR distingue aussi l'effet sectoriel de l'effet sélection d'actifs au sein de chaque secteur en relatif avec son indice composite.
- L'empreinte moyenne des portefeuilles calculée en effectuant une moyenne arithmétique des intensités<sup>16</sup> carbone des entreprises du portefeuille pondérées par leur poids dans le portefeuille<sup>17</sup>.

### RÉSULTATS DE L'ANALYSE EMPREINTE CARBONE PAR PORTEFEUILLE ACTIONS, EN TCO<sub>2</sub>E/EURM



Fin 2017, l'empreinte<sup>18</sup> carbone du portefeuille d'actions du FRR s'élève à 251,1 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 22,8 % à celle de l'indice de référence du FRR<sup>19</sup>. De 2013 à 2017, le portefeuille du FRR a réduit son empreinte carbone de 37,8 % tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 19,6 %. Cette performance découle essentiellement du processus de décarbonation en cours depuis 2014 sur les portefeuilles actions en gestion passive.

Par ailleurs, en 2017, pour un million d'euros investi dans le portefeuille d'actions du FRR, les émissions absolues<sup>20</sup> sont de 163,8 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> soit 16,5 % de moins que celles de son indice représentatif. De 2013 à 2017, le portefeuille du FRR a réduit, selon cette métrique, son empreinte carbone de 45,3 %, tandis que l'indice représentatif ne diminuait que de 39,8 %.

16. Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>e) par million d'euros de revenus par entreprise.

17. Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>e) par million d'euros de revenus pour un portefeuille.

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

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

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

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

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

### Le FRR s'est désengagé du charbon

Ces dernières années, le FRR s'est fortement impliqué sur la thématique de la transition énergétique et écologique. Il s'est ainsi engagé dans plusieurs initiatives internationales qui visent à réduire les émissions des gaz à effet de serre (GES) de son portefeuille. Il a également rejoint une coalition d'investisseurs qui demande notamment plus de transparence sur la manière dont les entreprises abordent la transition énergétique (Climate Action 100+, cf. Engagement internationaux du FRR).

Pour concrétiser cet engagement, le FRR a mis en place une politique ambitieuse destinée à réduire les émissions de CO<sub>2</sub> de ses portefeuilles indicels et optimisés. Celle-ci a pour objectif une réduction d'environ 50 % des émissions de CO<sub>2</sub> par rapport aux indices standards, quand l'univers d'investissement le permet. Pour aller encore plus loin, le FRR a décidé fin 2016 d'exclure de son portefeuille les sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité, de chaleur ou de vapeur à partir du charbon dépasse 20% de leur chiffre d'affaires.

La mise en œuvre de cette décision s'est déroulée au cours de l'année 2017.

### Le FRR a mis en œuvre l'exclusion du secteur du tabac

Le tabagisme a été reconnu comme l'une des plus grandes et des plus importantes menaces pour la santé publique mondiale. L'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) estime que près de 12 % des décès chez les adultes âgés de plus de 30 ans sont attribuables au tabac. Face à ce fléau, l'OMS, les États et la société civile se mobilisent de manière croissante pour faire régresser la consommation, ce qui pourrait peser à terme sur la performance des entreprises du secteur du tabac. Le FRR considère que le dia-

logue avec ces entreprises ne peut déboucher sur aucun progrès, puisqu'il ne peut leur être demandé que d'arrêter purement et simplement leur activité. Le FRR a décidé de s'engager dans la lutte contre le tabac en prenant la décision de désinvestir du tabac en 2017. Sur les onze producteurs de tabac identifiés, sept sont issus des pays développés, dix d'entre eux génèrent plus de 50 % de leur revenu de cette activité et une entreprise génère entre 20 % et 50 %. Le FRR a donc décidé de l'exclusion des sept sociétés détenues par les mandats, effective à la fin de l'année 2017.

## LES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX DU FRR



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

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

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



### Adhésion au Carbon Disclosure Project (CDP)

Soutenue par le Programme des Nations unies pour l'Environnement (PNUE), le CDP est l'une des plus importantes initiatives internationales dans le domaine de l'environnement et du changement climatique. Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des

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



### Signature du Montreal Pledge

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



### Participation à la Portfolio Decarbonization Coalition

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

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

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

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

### Des collaborateurs engagés

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

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

### LISTE DES INITIATIVES COLLABORATIVES SOUTENUES PAR LE FRR

En 2017, le FRR a maintenu son implication dans plusieurs initiatives collaboratives et en a rejoint deux nouvelles.

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

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

Les principaux objectifs de l'engagement sont l'amélioration de la transparence, la cartographie des risques sociaux, le développement de relations de long terme avec les fournisseurs et la participation à des initiatives sectorielles. Ce dernier point a été renforcé en 2017.



### Le lobbying climatique - PRI/IIGCC

Malgré leurs soutiens affichés aux politiques climatiques, de nombreuses sociétés cotées sont impliquées indirectement dans le lobbying contre ces mêmes politiques climatiques via leurs associations professionnelles. Ce dialogue se concentre sur cette incohérence et vise à améliorer la transparence des activités de lobbying des sociétés cotées en demandant plus de transparence aux entreprises du secteur énergétique sur leur activité de lobbying liée aux enjeux de réchauffement climatique. Cette initiative a été soutenue par 50 investisseurs, représentant 4 400 milliards d'euros d'actifs sous gestion (IIGCC Initiative on EU companies lobbying).

## Droits humains dans le secteur extractif - PRI

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



## Initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE)

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

### «Statement on ESG in credit ratings»

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

### «Statement on tobacco» (PRI - 15 mai 2017)

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



## Climate Action 100+ (1<sup>er</sup> décembre 2017)

La Climate Action 100+ est une nouvelle initiative quinquennale menée par des investisseurs visant à mobiliser plus de 100 des plus

grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde pour qu'ils réduisent leurs émissions, développent les informations financières liées au climat et améliorent la gouvernance sur les risques climatiques.

L'initiative a été développée pour tirer parti des engagements énoncés dans le Global Investor Statement on Climate Change de 2014/2015, soutenue par 409 investisseurs (dont le FRR) représentant plus de 24 000 milliards de dollars américains, qui stipulaient: *"As institutional investors and consistent with our fiduciary duty to our beneficiaries, we will: [...] work with the companies in which we invest to ensure that they are minimising and disclosing the risks and maximising the opportunities presented by climate change and climate policy."*

## PRI-led engagement on climate change transition for oil and gas (lié à la Climate Action 100+) (25 janvier 2018)

Ce nouvel engagement, coordonné par les PRI et aligné sur les objectifs de la Climate Action 100+, demande aux entreprises de réagir aux risques auxquels elles font face en raison des contraintes qui pèsent sur l'utilisation du pétrole et du gaz à l'avenir. L'initiative utilise la recherche de Carbon Tracker (Rapport 2 «degrees of separation: Transition risk for oil & gas in a low carbon world» co-produit par le FRR) pour déterminer comment les entreprises évaluent les futures dépenses en capital et en production, ainsi que la gouvernance des prises de décision. Cette initiative se base sur quatre objectifs :

- Examiner comment les entreprises évaluent de façon exhaustive leur exposition aux risques de transition liés au climat.
- Veiller à ce que les entreprises prévoient des actions appropriées en réponse aux changements politiques et technologiques futurs susceptibles de limiter leur capacité à exploiter leurs actifs (c'est-à-dire dans un scénario à 2 degrés selon l'Accord de Paris sur le climat).
- Mieux comprendre comment les entreprises évaluent les dépenses en capital et la production futures, ainsi que la gouvernance qui sous-tend cette prise de décision.
- Encourager une divulgation améliorée conforme aux recommandations du Groupe de travail sur les informations financières liées au climat (TCFD) - en particulier en ce qui concerne l'analyse des scénarios.



## Charte des investisseurs publics français en faveur du climat

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

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

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

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

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

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

### Principe n°4 [Diffusion des meilleures pratiques]

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

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

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

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

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

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

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

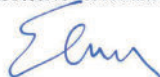
### Principe n°6 [Transparence et redevabilité]

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

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



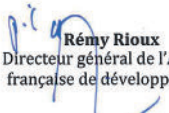
Eric Lombard  
Directeur général de la Caisse  
des dépôts et consignations  
Président du directoire du fonds  
de réserve des retraites



Bruno Le Maire  
Ministre de l'Économie  
et des Finances



Rémy Rioux  
Directeur général de l'Agence  
française de développement



Jean-Yves Le Drian  
Ministre de l'Europe  
et des Affaires étrangères



Nicolas Dufourcq  
Directeur général de Bpifrance



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





## CHARTRE DES INVESTISSEURS PUBLICS FRANÇAIS EN FAVEUR DU CLIMAT

Le FRR a signé cette chartre en décembre 2017. L'ensemble des institutions et opérateurs financiers publics français ont décidé de mettre en œuvre une approche visant à assurer la cohérence de leurs activités avec les objectifs de l'Accord de Paris. L'État actionnaire adopte ainsi, dans une démarche plus globale de prise en compte des enjeux liés aux questions environnementales, sociales et de

gouvernance dans sa politique actionnariale, une démarche analogue reposant sur un engagement exigeant, exercé au sein de l'ensemble des instances de gouvernance pertinentes, afin de conduire les entreprises au sein desquelles l'État détient des participations à s'engager de manière claire dans une stratégie de transition vers une économie bas carbone.

## LE FRR APPLIQUE CES PRINCIPES DEPUIS DE NOMBREUSES ANNÉES :

### PRINCIPE NUMÉRO 1

Procédure interne d'évolution et de gestion des risques liés au changement climatique. Le FRR met en œuvre sa stratégie ISR basée sur trois points :

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

### PRINCIPE NUMÉRO 2

La transition vers une économie bas-carbone passe par :

- la décarbonation des portefeuilles actions depuis 2014 ;
- le désinvestissement du charbon ; et
- l'investissement dans des fonds d'infrastructures en lien avec la transition énergétique (Fibre optique, solaire, éolien, biogaz, traitement des eaux, réseaux de chaleur)

### PRINCIPE NUMÉRO 3

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

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

### PRINCIPE NUMÉRO 4

La diffusion de meilleures pratiques : Les dirigeants et les collaborateurs du FRR interviennent fréquemment sur le sujet notamment la présentation de l'article 173 faite lors de la conférence internationale ICGN Paris - Tokyo - Londres ou à l'IAE d'Aix en Provence. Le FRR a également le soutien de la Chaire finance durable et investissement responsable.

### PRINCIPE NUMÉRO 5

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

### PRINCIPE NUMÉRO 6

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

## RISQUES EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE

Depuis 2008, le FRR s'est doté d'un dispositif lui permettant de suivre et de prévenir les risques extra-financiers qui peuvent avoir un impact sur ses investissements mais aussi sur sa réputation. En effet, des risques pour le FRR peuvent naître du non-respect, par des entreprises dans lesquelles il est investi, de principes universellement reconnus, tels que ceux du Pacte mondial des Nations unies et ceux de bonne gouvernance ou encore de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier les Conventions d'Ottawa<sup>21</sup> et d'Oslo<sup>22</sup>.

### Analyse du portefeuille par zone géographique toute controverses confondues à fin 2017

Les 2 718 valeurs du portefeuille consolidé du FRR couvertes par la recherche Vigeo Eiris se répartissent sur deux zones: pays développés et pays émergents. La zone pays développés est composée de trois régions continentales:

Amérique du Nord, Europe et Asie Pacifique. L'Amérique du Nord est la plus représentée et aussi celle concentrant la plus grande part d'entreprises controversées.

La zone pays développés affiche un ratio d'entreprises impliquées dans des controverses plus important que la zone pays émergents (52% contre 37%), en ligne avec la dernière évaluation. Les 10 pays affichant le plus d'entreprises controversées sont majoritairement issus de la zone pays développés.

### Entreprises très controversées et évolution de la liste de surveillance du FRR

À fin 2017, le portefeuille du FRR comptait 131 entreprises très controversées contre 85 lors de l'analyse précédente. Alors qu'elles représentent seulement 4,8% des entreprises du portefeuille consolidé (+1,4 point par rapport à 2016), ces 131 entreprises concentrent, à elles seules, 35,8% des controverses (+7,3 points).

## ANALYSE PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ DES ENTREPRISES LES PLUS CONTROVERSÉES

| Secteurs                     | Nombre d'entreprises en<br>Warning List | Pourcentage d'entreprises<br>en Warning List |
|------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------|
| Sociétés financières         | 36                                      | 27%                                          |
| Consommation discrétionnaire | 19                                      | 15%                                          |
| Pétrole et Gaz               | 19                                      | 15%                                          |
| Matériaux de base            | 17                                      | 13%                                          |
| Santé                        | 13                                      | 10%                                          |
| Industrie                    | 10                                      | 8%                                           |
| Consommation de base         | 5                                       | 4%                                           |
| Média & Télécommunication    | 5                                       | 4%                                           |
| Services aux collectivités   | 3                                       | 2%                                           |
| Entités publiques            | 2                                       | 2%                                           |
| Technologie                  | 2                                       | 2%                                           |
| Total                        | 131                                     | 100%                                         |

Le secteur Pétrole et Gaz qui représente 15% des entreprises du portefeuille est toujours bien derrière les sociétés financières qui ont généré 27% des controverses. Par ailleurs, ces controverses, quel que soit le niveau de sévérité, ont été émises par moins de la moitié des entreprises de ce dernier secteur. Cela signifie qu'une minorité d'entreprises contribue de manière intense au

nombre de controverses dans le secteur. En effet, certaines banques enregistrent plus de 50 controverses!

Cette forte implication dans des controverses peut être expliquée à la fois par des enjeux sectoriels liés à la nature des opérations, mais aussi par le fait que ces entreprises opèrent sur des marchés hautement régulés.

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

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

### Analyse par domaine des entreprises les plus controversées

121 des 131 entreprises sur liste de surveillance, soit 92%, ont fait l'objet d'au moins une controverse sur le domaine Comportements sur les marchés. Il est constaté par ailleurs que 79% des entreprises ont une gestion faible des controverses impactant ce domaine.

À l'inverse, le domaine Ressources humaines affiche la meilleure gestion des controverses, avec 30% seulement d'entreprises affichant une gestion faible de leur(s) controverse(s).

Tous secteurs confondus, les domaines Comportements sur les marchés et Gouvernance d'entreprise concentrent toujours le plus grand nombre de controverses parmi les entreprises sur liste de surveillance. Ainsi, 42% des controverses identifiées, impactent le domaine Comportements sur les marchés et 17% le domaine Gouvernance d'entreprise.

### La recherche soutenue par le FRR: La Chaire Finance Durable et Investissement Responsable<sup>23</sup>

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

Depuis plusieurs années, le FRR s'implique particulièrement dans le projet de recherche «Facteurs ESG et performance des petites et moyennes capitalisations» réalisé par Jamil Jaballah de Grenoble Ecole de Management et Sébastien Pouget de Toulouse School of Economics, IAE de Toulouse, Université Toulouse 1 Capitole, qui propose une étude empirique des facteurs affectant la

performance de ces entreprises tant en matière financière (rentabilité économique et valorisation boursière) qu'en matière de responsabilité sociale (dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance).

La structure de gouvernance particulière des entreprises de petite ou moyenne capitalisation est souvent caractérisée par la présence du fondateur, en tant qu'associé ou dirigeant, ou par celles de ses descendants (Adams, Almeida, and Ferreira, 2005, et Fahlenbrach, 2009). L'hypothèse est que la présence d'une famille au contrôle ou au moins au sein de la gouvernance des entreprises leur procure une vision de long terme et une forte capacité d'engagement sur la durée qui peuvent avoir des conséquences bénéfiques pour leurs activités.

Ce projet, qui se concentre sur la France, vise donc à comprendre quelles caractéristiques des petites et moyennes capitalisations leur donne la vision de long terme et la capacité d'engagement nécessaires pour mettre en œuvre des stratégies performantes sur les plans financiers et extra-financiers.

Le recueil des données concernant la performance extra-financière a constitué la principale contrainte de l'étude et fait l'objet d'un travail approfondi de constitution d'une base. Différentes régressions multiples sont ensuite exécutées afin d'étudier comment le taux de rentabilité de l'actif, le taux de rentabilité des capitaux propres, la valorisation boursière (en relatif par rapport au montant de l'actif) et le niveau de responsabilité sociale sont reliés à différentes variables: le fait que le fondateur ou ses descendants détiennent une part significative du capital, le fait que le PDG soit le fondateur ou un de ses descendants, l'importance de l'actionnariat salarié, la présence d'investisseurs institutionnels, etc.

L'analyse montre que les entreprises familiales (i.e. dont la famille fondatrice ou une seule famille détient plus de 20 % du capital), lorsqu'elles sont encore détenues par le fondateur ou ses descendants, apparaissent comme plus performantes au niveau économique. Ce résultat est valable que la performance

#### 23. Références

- Adams R., H. Almeida, and D. Ferreira (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance, *The Review of Financial Studies*, 18, 1403-1432.
- Benabou R. and J. Tirole (2010). Individual and Corporate Social Responsibility, *Economica*, 77, 1-19.
- Fahlenbrach R. (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 439-466.
- Sraer D. and D. Thesmar (2007). Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French stock market, *Journal of the European Economic Association*, 5, 709-751.

économique soit mesurée par le taux de rentabilité de l'actif (Return on Assets, ROA) ou par le taux de rentabilité des capitaux propres (Return on Equity, ROE). De plus, la volatilité des rendements boursiers journaliers apparaît plus faible pour les entreprises familiales encore dirigées par leur fondateur ou par un descendant. Néanmoins, la valorisation boursière (mesurée par le Tobin's q) des entreprises familiales dirigées par un descendant apparaît plus faible alors que sa rentabilité financière est meilleure que celles des entreprises non-familiales.

Par ailleurs, une entreprise dont une plus grande proportion du capital est détenue par ses salariés semble avoir une meilleure rentabilité économique et une plus faible volatilité des rendements. Ces bonnes performances financières semblent néanmoins ne pas être reflétées dans les valorisations boursières.

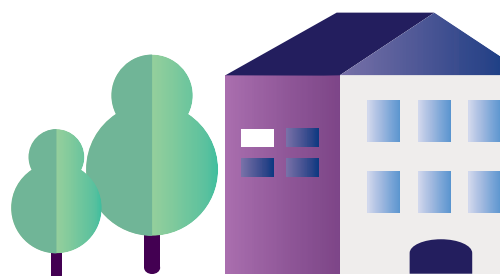
Ces deux points pourraient inspirer des stratégies de placement à long-terme visant à bénéficier de ces inefficiences.

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

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

## LA MISE EN ŒUVRE DES PROCESSUS ESG À LA GESTION PASSIVE

En 2015, le FRR a lancé un appel d'offre sur la gestion optimisée actions avec une approche ESG. Après un travail de construction de l'appel d'offre avec les candidats, le marché a été attribué en 2017 à trois sociétés de gestion : Amundi, Candriam et Robeco. L'activation de ces mandats représentait l'aboutissement d'un projet commencé il y a déjà plusieurs années, et qui visait à passer d'une gestion indicielle basée sur les capitalisations boursières à une gestion optimisée reposant sur des méthodologies de construction de portefeuille basées sur des métriques de risque financier mais aussi sur des critères extra-financiers comme les émissions carbone des titres. Avec ce nouveau marché, le FRR a souhaité aller plus loin et a demandé d'intégrer des facteurs ESG dans la gestion des actifs. Ainsi, la gestion actions « smart beta » du FRR intègre dorénavant des objectifs d'amélioration de la notation ESG du portefeuille et de réduction de l'empreinte carbone par rapport aux indices de référence du FRR, tout en optimisant la construction du portefeuille en prenant en compte des métriques de risque. Cette démarche s'inscrit dans la stratégie d'investisseur responsable et de long-terme du FRR.



## EXERCICE DES DROITS DE VOTE

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

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

conditions concrètes existantes sur chaque marché, notamment en fonction de la capitalisation des émetteurs, et des différences significatives qui peuvent exister en matière de droit des sociétés et au niveau des pratiques de gouvernance d'entreprise des pays concernés.

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

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

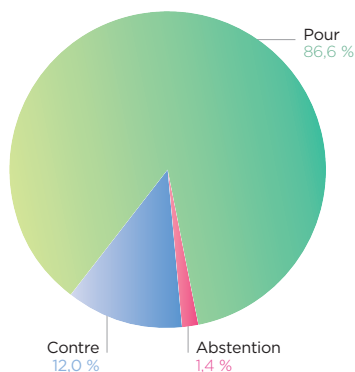
Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés par les gestionnaires d'actifs qu'il a sélectionnés, et ce dans les seuls intérêts du Fonds.

Le vote aux assemblées générales est l'un des axes fondateurs du FRR en tant qu'investisseur socialement responsable. Cette activité exercée par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de voter en 2017 sur 37 258 résolutions dans les 32 pays qui composent son portefeuille actions des pays développés.

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

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

### POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS SUR LES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES 2017

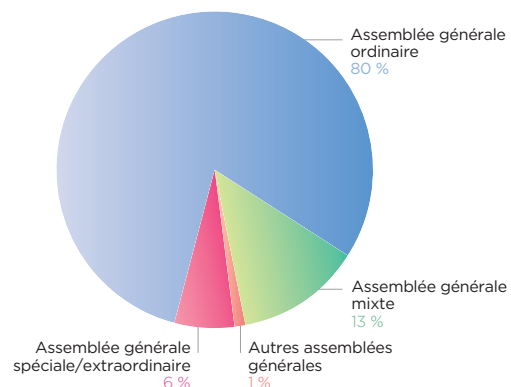


Tous pays confondus, le FRR a participé à 99% d'assemblées générales. Avec 86,6% de votes en faveur (POUR) des résolutions présentées en assemblée générale, ce portefeuille se comporte sensiblement de la même manière que celui analysé en 2016.

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

Par exemple, en matière de rémunération, si le montant peut être contestable, c'est avant tout le manque de transparence et de communication de la direction qui sera sanctionné. En effet, l'absence d'information et de transparence ne permet pas aux actionnaires de se positionner sur le caractère raisonnable, proportionné et durable de ces rémunérations (fixes ou variables). Il s'agit donc d'un vote sanction. Les entreprises

### RÉPARTITION PAR TYPE D'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE



entendent conserver une grande part de discrétion dans la manière d'allouer ces rémunérations, ce qui peut s'avérer compréhensible mais peut aussi avoir pour effet d'alimenter certaines incompréhensions et *in fine* des votes contestataires. Le FRR, par l'intermédiaire de ses gestionnaires, encourage le cercle vertueux de la transparence et de la communication.

De la même manière, concernant les opérations portant sur la modification du capital, les contestations arrivent souvent lorsque la direction entend s'affranchir des limites raisonnables et raisonnées d'une telle opération. Par exemple, la non consultation régulière des actionnaires sur de telles opérations.

Le FRR est très vigilant concernant les résolutions externes portant sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Il observe un réel engagement de ses gestionnaires en la matière et notamment le soutien des demandes permettant de mieux comprendre l'inscription de l'activité de la société face aux changements et aux enjeux climatiques, sociaux et environnementaux.



# Gestion et maîtrise des risques

## LA GOUVERNANCE DE LA GESTION DES RISQUES

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

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

## LES RISQUES FINANCIERS

### Le risque de gestion actif-passif

Il s'agit du risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES et

de la CNAV, qui sont les deux bénéficiaires identifiés du Fonds. Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024 et restituer à partir de 2025 à la CNAV la soulte CNIEG, qui s'élève à 5,19 milliards d'euros à fin 2017 et évoluera en fonction de la performance du FRR. Sur l'année, le surplus a augmenté de 2,23 milliards d'euros essentiellement grâce aux actifs de performance, et s'élève, au 31 décembre 2017, à 16,51 milliards d'euros (après revalorisation de la soulte CNIEG), soit une performance du surplus sur l'année 2017 de 15,66 %. Ce niveau traduit la capacité du FRR à respecter ses engagements de passif et sa création de valeur pour l'État.

### Les risques de marchés du portefeuille

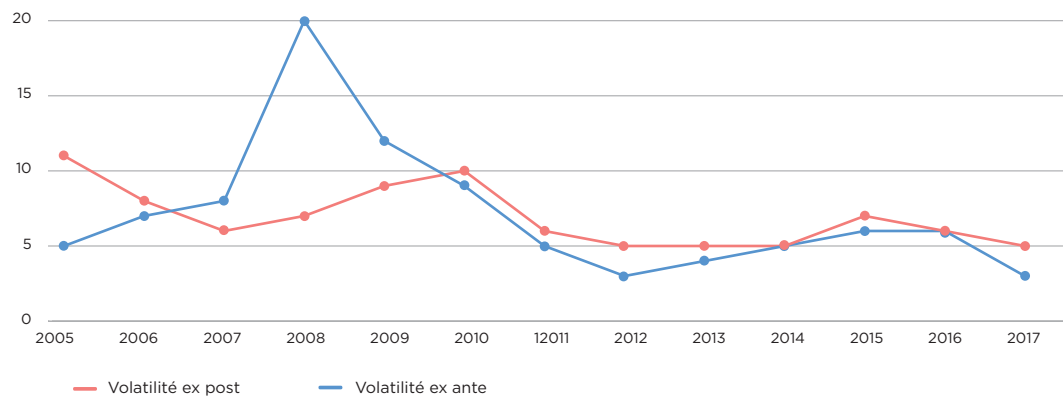
Le niveau de volatilité annualisée de l'ensemble du portefeuille reste faible par rapport à l'historique du FRR, que ce niveau soit mesuré ex-ante (volatilité attendue du portefeuille) ou ex-post (volatilité constatée a posteriori).

La volatilité annuelle ex-post de la valeur de l'actif du FRR a été de 3,07 % en 2017 (contre 6,28 % en 2016) pour un rendement annuel de 7,16 % (contre 4,97 % en 2016). La volatilité ex-ante est de 4,30 % au 31 décembre 2017, contre 6,46 % un an plus tôt.

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

Ainsi, la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 11,4 % de l'actif du FRR (contre 16,4 % fin 2016), soit 4,16 milliards d'euros. Cette diminution s'explique par les niveaux de volatilité très faibles constatés sur les marchés actions en 2017.

## VOLATILITÉ ANNUELLE CONSTATÉE



### Le risque sur les actifs de performance

Les actifs de performance (principalement des actions) représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. Leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 11,02 % de l'actif du FRR, soit 4,02 milliards d'euros (contre 15,9 % fin 2016).

### Le risque de taux d'intérêt

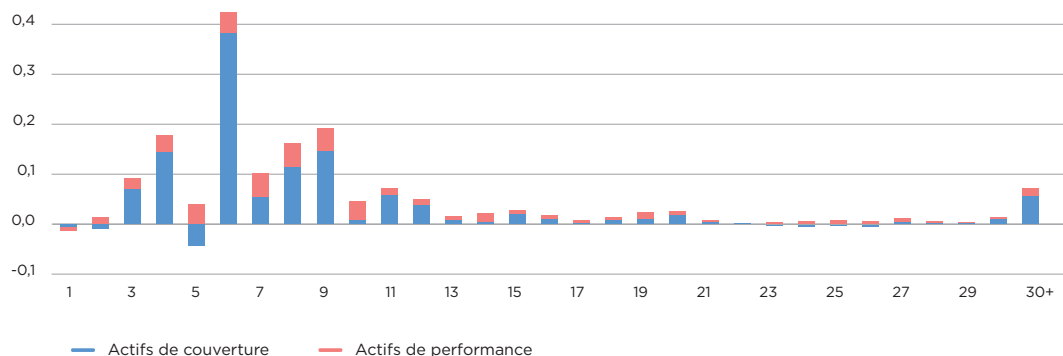
En fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 0,4 % sur les actifs de couvertures du FRR, soit 0,1 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 0,6 % à fin 2016). Cette baisse du risque s'explique par la diminution de la volatilité sur ces classes d'actifs ainsi que par la baisse de l'exposition aux obligations américaines de bonne qualité au profit

des obligations européennes de bonne qualité, dont la volatilité est inférieure.

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux a légèrement diminué de 1,65 fin 2016 à 1,60<sup>24</sup> fin 2017. Ainsi, désormais, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR baisserait de 1,60 %, soit environ 0,58 milliard d'euros. Ce niveau de sensibilité du portefeuille du FRR tient compte de la réduction de l'exposition au risque de taux des actifs de crédit par la mise en place de couvertures tactiques.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse de la valeur du passif CADES du bilan du FRR de 3,31 % du fait de la baisse de valeur des engagements à taux fixe (sa sensibilité était de 3,81 fin 2016 et va continuer à diminuer à mesure que se réduit le nombre de paiements dus à la CADES).

## CONTRIBUTION DE SENSIBILITÉS DU PORTEFEUILLE PAR TYPE D'ACTIFS ET PAR MATURITÉS



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



## Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêts de 2016 et 2017. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie «Investment Grade».

|            | AAA | AA  | A   | BBB | <BBB- et NR |
|------------|-----|-----|-----|-----|-------------|
| 31/12/2016 | 1%  | 31% | 27% | 28% | 13%         |
| 31/12/2017 | 1%  | 30% | 25% | 30% | 14%         |

La qualité globale du portefeuille de crédit du FRR en 2017 est très légèrement inférieure à celle de 2016 puisque 86 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature («catégorie investissement») contre 87 % en 2016. Cette évolution par rapport à 2016 est notamment due au déploiement d'investissements réalisés dans le cadre de l'attribution de trois mandats de fonds dédiés de dettes privées afin de servir le financement de l'économie française. Enfin, le glissement de 4 points des actifs notés A vers des actifs notés en moyenne BBB est dû à un arbitrage de gestion de trésorerie: un désinvestissement massif des certificats de dépôts (notés au minimum A-) pour acheter des parts d'OPCVM monétaires dans lesquels les titres peuvent être notés jusqu'à BBB-.

## Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme de gré à gré avec des contreparties bancaires (swaps, change à terme). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures: notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS<sup>25</sup> Bank, limites par contrepartie. Fin 2017, l'exposition globale du FRR au risque de contrepartie est de 126 millions d'euros, provenant des couvertures sur le change.

## Les ratios de diversification du risque de signature

La diversification du risque de signature du portefeuille sur les émetteurs d'actions et de dettes fait l'objet de ratios spécifiques dans la réglementation applicable au FRR. Au-delà de ces ratios, le FRR s'est fixé depuis 2011 une limite interne d'exposition maximale sur une seule signature (émetteur ou contrepartie d'opérations de gré à gré) à 3,5 % de l'actif

net du FRR, hors émetteurs souverains pour lesquels des limites spécifiques ont été fixées en fonction de la notation de l'émetteur, et hors OPC qui disposent d'une limite de 5% de l'actif net. Depuis un arrêté du 24 mai 2016, les limites réglementaires de concentration par émetteur ou contrepartie s'appliquent en tenant compte également des positions indirectement détenues via les organismes de placement collectif.

## Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Dans l'allocation stratégique, le risque de change sur les actifs de performance est en principe couvert à 90 %, à l'exception des actifs libellés en devises émergentes pour lesquels le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Néanmoins, le FRR dispose d'une marge de flexibilité sur son niveau de couverture, sous réserve que son exposition totale au risque devise reste inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire).

## Les risques d'écart de suivi de la performance du FRR et de celle de ses gestionnaires par rapport à leurs références de gestion

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

En 2017, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de TE définies dans les mandats de gestion, toutefois quelques dépassements de faible importance ont été constatés, notamment dans les phases de mise en place de certains nouveaux processus de gestion.

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

À la fin de l'année 2017, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 113 points de base (contre 93 points de base l'année précédente). Cet écart comprend, d'une part, les effets de sélection (gestion active des gérants, choix d'indices différents de ceux de l'allocation stratégique...), et d'autre part des effets de la gestion flexible (sur ou sous-expositions tactiques de classes d'actifs et ajustements des couvertures des risques de change et de taux).

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

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

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

Le FRR applique les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers définis par la réglementation AMF<sup>26</sup> de novembre 2011 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC. Ces principes proposent deux méthodes de mesure mises en œuvre par le FRR.

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

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engage-

ment effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. La valeur de l'engagement à fin 2017 est de 28,04 % de la valeur du fonds, contre 25,86 % à fin 2016. Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 % même dans le cas de l'intégration des couvertures systématiques par des options destinées à maîtriser la volatilité de la performance d'une partie des actions détenues par le FRR.

### **Le risque de liquidité des actifs gérés**

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

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

## **LES RISQUES OPÉRATIONNELS**

Il s'agit du risque de perte résultant de processus internes défaillants ou inadaptés ou d'événements externes, qu'ils soient de nature délibérée, accidentelle ou naturelle.

Dans l'accomplissement de sa mission, il est important que le FRR soit en mesure d'assurer ses principales activités sans interruption en cas d'événements graves (défaillance fournisseur, crue de seine, incendie, pandémie...). Les différentes mesures de prévention, gestion de crise et de gestion de la continuité (organisation et procédures de gestion de crise, site de repli, dispositifs de continuité des prestataires essentiels) ont été mises à jour ainsi que la mise en œuvre d'un test annuel de repli sur un site extérieur en 2017.

Tous les incidents opérationnels significatifs affectant le FRR qu'ils soient d'origine interne au FRR ou externe sont recensés et analysés au fil de l'eau. Ils font l'objet d'une analyse et d'un suivi en Comité des risques (mesures correctrices, impacts, indemnisations, suivi des plans d'amélioration). Dans ce cadre, le FRR apporte également une attention particulière au suivi des incidents opérationnels et des sanctions réglementaires touchant ses prestataires de gestion ainsi que ses prestataires essentiels.

26. Autorité des marchés financiers.

Sur l'année 2017, les incidents opérationnels analysés en comité des risques sont à 88 % d'origine externe au FRR. Les incidents opérationnels affectant les prestataires de gestion déléguée ont été peu nombreux et peu significatifs comme le confirme l'absence de visite de conformité opérationnelle.

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

## LA CONFORMITÉ

### La déontologie

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

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

### La conformité des investissements et du portefeuille

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

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

- contrôle quotidiennement le respect par les gérants de leurs obligations contractuelles ;
- vérifie également que les investissements réalisés via des OPC sont conformes aux règles internes ;
- s'assure du respect de ses ratios réglementaires (dispersion par émetteur, exposition sur les marchés hors de l'Espace Économique Européen ou non organisés, emprise sur le capital des sociétés détenues, emprise OPC, exposition au risque devises, exposition aux fonds collectifs, différents ratios d'engagement) ;
- vérifie que la politique d'exclusions du FRR est respectée par les gérants du FRR.

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



# Organisation et coûts

## ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

Le FRR compte 49 collaborateurs permanents, dont 41 sous contrat Caisse des dépôts.

Après une année 2016 de stabilisation de ses effectifs à 49 postes, avec l'embauche notamment d'une collaboratrice dédiée au capital investissement dans le cadre du financement de l'économie française, le FRR a connu en 2017 un taux de rotation à la hausse (15%, contre 4% en 2016). Il faut remonter aux années 2011 et 2012 pour retrouver un taux aussi élevé (respectivement 25% et 12%). Ce constat est principalement le résultat d'une politique de long-terme d'accompagnement de jeunes collaborateurs, que le FRR a formés, et qui ont acquis progressivement les compétences nécessaires à une évolution professionnelle dans un nouveau cadre. Pour y faire face, le FRR a eu recours à des redéploiements internes et a procédé à des recrutements, tout en veillant à maîtriser sa masse salariale.

## LES COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2017 s'élèvent à 101,8 millions d'euros contre 63,2 millions d'euros en 2016, soit en augmentation de 61%. Cette évolution est fortement impactée par une hausse de 27,9 millions d'euros des commissions «in fine» estimées. Ces compléments de rémunérations indexés sur la performance sont désormais comptabilisés annuellement, et non plus au moment de leur paiement à l'échéance des mandats.

Par ailleurs, conséquence de la disparition des mandats comprenant des frais variables annuels, les commissions de gestion proportionnelles aux encours et les commissions OPCVM ont augmenté de 8% en 2017, atteignant 41 millions d'euros. Au total, l'ensemble des frais de gestion financière (soit 75,7 millions d'euros) représente 74% du total des charges, contre 62% en 2016 (39,2 millions d'euros sur 63,2 millions d'euros).

Les frais de back-office et de conservation, facturés par la Caisse des dépôts, ont augmenté de 8%, passant de 10,5 millions d'euros au total à 11,4 millions d'euros, dans un contexte où l'encours sous gestion a progressé de 1% (500 millions d'euros).

Enfin, les autres coûts, qui concernent l'enveloppe limitative (frais de personnel, immobilier, informatique, autres frais généraux, etc.) sont stables à 14,7 millions d'euros et restent cantonnés à 4 points de base par rapport à l'actif sous gestion.



# Les instances dirigeantes

## CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 31 mars 2018

### Président par interim

**Jean-Louis Beffa**

### Membres de l'assemblée nationale

Eric Woerth, *suppléant* Charles de Courson  
Belkhir Belhaddad,  
*suppléant* Laurent Pietraszewski

### Membres du sénat

En cours de nomination,  
*suppléant* Dominique de Legge

### 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

Pierre-Yves Chanu, Vice-Président du Conseil de surveillance,  
*suppléante* Hélène Guerra

#### Confédération générale du travail – Force ouvrière

Philippe Soubirous, *suppléant* Philippe Pihet

#### Confédération française démocratique du travail

Frédéric Sève, *suppléante* Virginie Aubin

#### Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni,  
*suppléant* Pierre-Alexis Van Den Boomgaerde

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

Pierre Roger,  
*suppléante* Marie-Christine Oberst

### Représentants des employeurs et travailleurs indépendants

#### Mouvement des entreprises de France

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

#### Confédération générale des PME

Alain Duffoux, *suppléant* Georges Tissé

#### Union professionnelle artisanale

Catherine Foucher, *suppléant* Michel Bressy

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

Mathilde Lignot-Leloup,  
*suppléant* Jonathan Bosredon  
Morgan Delaye, *suppléant* David Hoyrup

### Représentant du ministre chargé de l'économie, des finances et de l'industrie nommé par arrêté du ministre chargé de l'économie, des finances et de l'industrie

En cours de nomination, *suppléant* Lionel Corre

### Représentant du ministre chargé du budget nommé par arrêté du ministre chargé du budget

Amélie Verdier,  
*suppléant* Jean-François Juery

## DIRECTOIRE

### Président Eric Lombard

#### Membres du directoire

Yves Chevalier  
Olivier Rousseau

## COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

### Président Olivier Rousseau

### Membres du comité de sélection des gérants

Catherine Guinefort, ancienne gérante d'une société de gestion d'actifs  
Thierry Coste, membre du collège de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution  
Jean-François Marie, ancien dirigeant de société financière  
Marcel Nicolaï, ancien associé gérant d'une société de gestion

# Organigramme\*

## CONSEIL DE SURVEILLANCE



© H. Triay

Président par intérim:

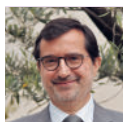
**Jean-Louis Beffa**

Vice-présidents: Jean-Louis Beffa, Pierre-Yves Chanu

## DIRECTOIRE



Président:

**Eric Lombard**

Membre:

**Yves Chevalier**

Membre:

**Olivier Rousseau**

Assistante: Brigitte Dahan

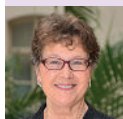
### COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président: **Olivier Rousseau**

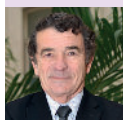
Membre:

**Thierry Coste**

Membre:

**Jean-François Marie**

Membre:

**Catherine Guinefort**

Membre:

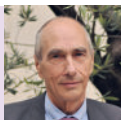
**Marcel Nicolai**

### AGENCE COMPTABLE

**Patrick Hédé**Thierry Tacinelli,  
Marie-Christine Huguet

\*31 mai 2018

## DIRECTION DES OPERATIONS ET DES RISQUES



**Yann Derrien**

Assistante: Nathalie Lalande

### DÉPARTEMENT RESSOURCES HUMAINES ET CONTRÔLE DE GESTION



**Jérôme Houbine**

Nicolas Umbach-Bascone, Natacha Pézeron, N...

### SYSTÈMES D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS



**Sabine Botras**

Jean-Philippe Bellus,  
Catherine Sanglar

### DÉPARTEMENT GESTION DES RISQUES FINANCIERS ET PERFORMANCE



**Pierre Leygue**

#### Pôle risques financiers

Armelle Ledru, Kevin Mercier,  
Jérôme Nedelec, Claudia Gray

#### Pôle mesure de la performance

Abdelouahid Akarkoub,  
Frédéric Dallarmellina, Joanne Garrick

### DÉPARTEMENT MIDDLE-OFFICE



**Bernard Pariset**

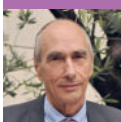
#### Suivi opérationnel des mandats

David Marques,  
Xavier Joret, Miriame Moussa

#### Contrôle interne comptable

Mordi Kadosch, Alain Brivet

### RISQUES OPÉRATIONNELS



**Yann Derrien**

et un collaborateur

## DIRECTION FINANCIERE



**Salwa Boussoukaya-Nasr**

Assistante: Karine Bocquet

### DÉPARTEMENT GESTION DÉLÉGUÉE



**Cristel Hauton Sarac**

#### Sélection des gérants

Hervé Seignol et Duc Tien Bui Van

#### Investissement responsable

Mickaël Hellier

#### Suivi des mandats

Victoire Costa de Beauregard,  
David de Souza Peixoto,  
Antoine Dupaquis, Patricia Glon,  
Jeremy Willems, Maxime Sanglar

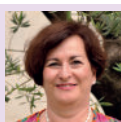
### DÉPARTEMENT DE L'ALLOCATION D'ACTIFS



**Pierre-Olivier Billard**

Adjoint Christophe Roger  
Cyrille Henry-Bonniot, Pauline Mercier,  
Thérèse Quang, Johann Tourne

## DIRECTION JURIDIQUE ET COMMUNICATION



**Anne-Marie Jourdan**

Assistante : Brigitte Dahan

Marie-Catherine Duchamp, Alexa Sudici, Alexandre Van Ooteghem,  
Marine Jourdan

# Éléments financiers

Rapport annuel 2017



# Synthèse financière et comptable

Le résultat 2017 est excédentaire de 2 392 millions d'euros, après un résultat 2016 également positif de 746 millions 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 la somme de 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

Le fonds a versé cette somme à la CADES le 25 avril 2017, enregistrant une réduction de ses capitaux permanents à due concurrence.

Les comptes de l'année 2017 confirment cependant la robustesse de la situation financière du FRR déjà constatée en 2016 et 2015.

La contribution CNIEG est valorisée à 5,177 milliards d'euros, en progression de 360 millions d'euros. Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 35,893 milliards 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 2016 à 3,725 milliards d'euros s'élèvent à 3,504 milliards d'euros au 31 décembre 2017, en légère diminution de 221 millions d'euros.

Le résultat financier 2017 est excédentaire de 2 488 millions d'euros, après un résultat financier 2016 également positif de 810 millions 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.

**LE RÉSULTAT 2017  
EST EXCÉDENTAIRE  
DE 2 392 MILLIONS  
D'EUROS, APRÈS  
UN RÉSULTAT 2016  
ÉGALEMENT POSITIF  
DE 746 MILLIONS  
D'EUROS.**

Les revenus des valeurs mobilières s'élèvent à 681,2 millions d'euros contre 700,3 millions d'euros en 2016.

Les opérations de change dégagent un résultat positif de 649 millions d'euros. La perte constatée au 31/12/2016 s'élevait à - 547,7 millions d'euros.

Les instruments financiers à terme enregistrent un gain de 303,2 millions d'euros, contre une perte de - 22,6 millions d'euros en 2016.

Les cessions d'instruments financiers dégagent un excédent de 1 365,9 millions d'euros, contre 749,7 millions d'euros en 2016.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est négatif à - 123,9 millions d'euros contre un résultat positif de 32,6 millions d'euros en 2016.

# Bilan au 31/12/2017

| ACTIF – en euros                                | 31/12/2017               |                       |                          | 31/12/2016               |
|-------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------------|
|                                                 | Brut                     | Amortissement         | Net                      | Net                      |
| <b>ACTIF IMMOBILISÉ</b>                         |                          |                       |                          |                          |
| <b>Immobilisations incorporelles</b>            |                          |                       |                          |                          |
| Autres immobilisations incorporelles            | 5 306 316,44             | -4 052 329,17         | 1 253 987,27             | 1 269 111,67             |
| <b>Immobilisations corporelles</b>              |                          |                       |                          |                          |
| Installations techniques, matériel et outillage | 12 712,31                | -12 712,31            | –                        | –                        |
| <b>TOTAL I</b>                                  | <b>5 319 028,75</b>      | <b>-4 065 041,48</b>  | <b>1 253 987,27</b>      | <b>1 269 111,67</b>      |
| <b>ACTIF CIRCULANT</b>                          |                          |                       |                          |                          |
| <b>Créances d'exploitation</b>                  | 2 824,04                 | –                     | 2 824,04                 | –                        |
| <b>Créances diverses</b>                        |                          |                       |                          |                          |
| Instruments financiers                          | 32 570 907,77            | –                     | 32 570 907,77            | 26 350 019,02            |
| Opérations de change                            | 8 319 279 524,90         | –                     | 8 319 279 524,90         | 9 762 980 950,33         |
| Instruments financiers à terme                  | 464 959 495,82           | –                     | 464 959 495,82           | 477 225 437,08           |
| <b>Instruments financiers</b>                   |                          |                       |                          |                          |
| Actions et valeurs assimilées                   | 10 523 266 188,45        | –                     | 10 523 266 188,45        | 10 037 299 808,04        |
| Obligations et valeurs assimilées               | 14 715 863 582,41        | –                     | 14 715 863 582,41        | 14 950 847 544,06        |
| Titres de créances négociables                  | 363 277 329,42           | –                     | 363 277 329,42           | 1 523 201 834,23         |
| Organismes de placements collectifs             | 9 365 433 034,56         | –                     | 9 365 433 034,56         | 7 954 314 122,32         |
| <b>Disponibilités</b>                           | 925 451 294,50           | –                     | 925 451 294,50           | 1 096 286 672,11         |
| <b>Charges constatées d'avance</b>              | 178 244,87               | –                     | 178 244,87               | 142 088,05               |
| <b>TOTAL II</b>                                 | <b>44 710 104 181,87</b> | <b>–</b>              | <b>44 710 282 426,74</b> | <b>45 828 648 475,24</b> |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>                   | <b>44 715 423 210,62</b> | <b>- 4 065 041,48</b> | <b>44 711 536 414,01</b> | <b>45 829 917 586,91</b> |

| <b>PASSIF</b> – en euros           | <b>31/12/2017</b>        | <b>31/12/2016</b>        |
|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>CAPITAUX PROPRES</b>            |                          |                          |
| <b>Dotations</b>                   | 2 870 680 121,97         | 2 870 680 121,97         |
| <b>Réserves</b>                    | 7 743 212 890,43         | 6 996 598 240,48         |
| <b>Écart d'estimation</b>          | 3 504 208 870,35         | 3 725 577 877,32         |
| <b>Résultat de l'exercice</b>      | 2 392 033 650,10         | 746 614 649,95           |
| <b>TOTAL I</b>                     | <b>16 510 135 532,85</b> | <b>14 339 470 889,72</b> |
| <b>DETTES</b>                      |                          |                          |
| <b>Dettes financières</b>          |                          |                          |
| Contribution exceptionnelle CNIEG  | 5 177 275 169,64         | 4 817 195 728,53         |
| Dette CADES - 1 an                 | 2 100 000 000,00         | 2 100 000 000,00         |
| Dette CADES + 1 an                 | 12 600 000 000,00        | 14 700 000 000,00        |
| <b>Dettes d'exploitation</b>       | 75 916 985,52            | 46 092 098,08            |
| <b>Dettes diverses</b>             |                          |                          |
| Instruments financiers             | 22 405 341,77            | 3 536 696,07             |
| Opérations de change               | 8 193 471 573,61         | 9 808 627 457,95         |
| Instruments financiers à terme     | 32 331 810,62            | 14 994 716,56            |
| <b>Produits constatés d'avance</b> | –                        | –                        |
| <b>TOTAL II</b>                    | <b>28 201 400 881,16</b> | <b>31 490 446 697,19</b> |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>      | <b>44 711 536 414,01</b> | <b>45 829 917 586,91</b> |

# Compte de résultat

## au 31/12/2017

| <b>CHARGES</b> – en euros                         | <b>31/12/2017</b>       | <b>31/12/2016</b>       |
|---------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <b>CHARGES D'EXPLOITATION</b>                     |                         |                         |
| <b>Services extérieurs</b>                        | <b>100 303 906,33</b>   | <b>61 605 852,48</b>    |
| Rémunération sociétés de gestion                  | 72 712 198,18           |                         |
| Gestion administrative CDC                        | 23 886 410,00           |                         |
| Autres                                            | 3 705 298,15            |                         |
| <b>Impôts et taxes et versements assimilés</b>    | <b>82 218,00</b>        | <b>85 075,91</b>        |
| Taxe sur les salaires                             | 82 218,00               |                         |
| <b>Charges de personnel</b>                       | <b>927 792,24</b>       | <b>937 017,71</b>       |
| Salaires et traitements                           | 676 919,06              |                         |
| Charges sociales                                  | 250 873,18              |                         |
| <b>Dotations aux amortissements</b>               | <b>515 124,40</b>       | <b>553 127,75</b>       |
| Dotations aux amortissements                      | 515 124,40              |                         |
| <b>TOTAL I</b>                                    | <b>101 829 040,97</b>   | <b>63 181 073,85</b>    |
| <b>CHARGES FINANCIÈRES</b>                        |                         |                         |
| <b>Charges financières</b>                        | <b>1 532 874 704,68</b> | <b>2 635 318 318,99</b> |
| Pertes de change                                  | 377 182 466,62          |                         |
| Charges sur instruments financiers à terme        | 224 597 832,63          |                         |
| Charges sur cession d'instruments financiers      | 242 747 171,34          |                         |
| Charges sur options                               | 288 316 286,91          |                         |
| Autres charges financières                        | 3 229 837,22            |                         |
| Attribution de la part du résultat à la CNIEG     | 396 801 109,96          |                         |
| <b>TOTAL II</b>                                   | <b>1 532 874 704,68</b> | <b>2 635 318 318,99</b> |
| <b>CHARGES EXCEPTIONNELLES</b>                    |                         |                         |
| Charges exceptionnelles sur opérations de gestion | –                       | –                       |
| <b>TOTAL III</b>                                  | <b>–</b>                | <b>–</b>                |
| <b>Résultat de l'exercice</b>                     | <b>2 392 033 650,10</b> | <b>746 614 649,95</b>   |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL</b>                              | <b>4 026 737 395,75</b> | <b>3 445 114 042,79</b> |
| <b>PRODUITS</b> – en euros                        | <b>2017</b>             | <b>2016</b>             |
| <b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>                    |                         |                         |
| <b>Services extérieurs</b>                        |                         |                         |
| Autres                                            | 5 388 103,26            | 0,00                    |
| <b>TOTAL I</b>                                    | <b>5 388 103,26</b>     | <b>0,00</b>             |
| <b>PRODUITS FINANCIERS</b>                        |                         |                         |
| Revenus                                           | 681 239 979,66          |                         |
| Gains de change                                   | 1 026 164 526,40        |                         |
| Produits sur instruments financiers à terme       | 527 790 057,50          |                         |
| Produits sur cession d'instruments financiers     | 1 608 648 914,61        |                         |
| Produits sur options                              | 164 374 036,32          |                         |
| Autres produits financiers                        | 12 933 682,91           |                         |
| <b>TOTAL II</b>                                   | <b>4 021 151 197,40</b> | <b>3 445 090 595,38</b> |
| <b>PRODUITS EXCEPTIONNELS</b>                     |                         |                         |
| Produits exceptionnels sur opérations de gestion  | 198 095,09              | 23 447,41               |
| <b>TOTAL III</b>                                  | <b>198 095,09</b>       | <b>23 447,41</b>        |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL</b>                              | <b>4 026 737 395,75</b> | <b>3 445 114 042,79</b> |

# Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2017

## RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les immobilisations corporelles sont amorties linéairement sur une durée de 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 désormais à la détermination de la quote-part revenant à la soulte selon une base annuelle.

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

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

## PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

### Bilan

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

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

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

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

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

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

### Les « Capitaux propres » regroupent :

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

### La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

- la contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi N° 2004803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse Nationale des Industries Electriques 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 euros la somme ayant été versée par la CNIEG au FRR au cours du deuxième trimestre 2005 ;
- les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêté du 31 janvier 2005 ;
- la quote-part des produits de l'exercice, nets de frais, correspondant à l'attribution de la part du résultat du FRR à la soulte versée par la CNIEG ;
- la quote-part des plus ou moins-values latentes à la date d'arrêté.

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

## COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS À L'ACTIF

### IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

| Immobilisations               |                                     |                   |            |                                       |                                | Amortissements     |            |                                | Valeur nette comptable |
|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------|------------|---------------------------------------|--------------------------------|--------------------|------------|--------------------------------|------------------------|
| Rubriques et postes           | Valeur brute au début de l'exercice | Augmentation      | Diminution | Valeurs brutes à la fin de l'exercice | Cumulés au début de l'exercice | Dotation           | Diminution | Cumulés à la fin de l'exercice |                        |
| Immobilisations incorporelles | 4 806 316,44                        | 500 000,00        | –          | 5 306 316,44                          | -3 537 204,77                  | -515 124,40        | –          | -4 052 329,17                  | 1 253 987,27           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>             | <b>4 806 316,44</b>                 | <b>500 000,00</b> | <b>–</b>   | <b>5 306 316,44</b>                   | <b>-3 537 204,77</b>           | <b>-515 124,40</b> | <b>–</b>   | <b>-4 052 329,17</b>           | <b>1 253 987,27</b>    |
| Immobilisations corporelles   | 12 712,31                           | –                 | –          | 12 712,31                             | -12 712,31                     | –                  | –          | -12 712,31                     | –                      |
| <b>SOUS-TOTAL</b>             | <b>12 712,31</b>                    | <b>–</b>          | <b>–</b>   | <b>12 712,31</b>                      | <b>-12 712,31</b>              | <b>–</b>           | <b>–</b>   | <b>-12 712,31</b>              | <b>–</b>               |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL</b>          | <b>4 819 028,75</b>                 | <b>500 000,00</b> | <b>–</b>   | <b>5 319 028,75</b>                   | <b>-3 549 917,08</b>           | <b>-515 124,40</b> | <b>–</b>   | <b>-4 065 041,48</b>           | <b>1 253 987,27</b>    |

### CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

| Créances – en euros                             | 31/12/2017              |
|-------------------------------------------------|-------------------------|
| <b>Liées aux instruments financiers</b>         |                         |
| Coupons échus à l'encaissement                  | 7 203 945,65            |
| Ventes en attente de règlement                  | 23 021 046,12           |
| Commissions/ristournes à recevoir               | 2 345 916,00            |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>32 570 907,77</b>    |
| <b>Liées aux opérations de change</b>           |                         |
| Achats à terme                                  | 381 095 973,63          |
| Devises à recevoir à terme                      | 7 911 062 964,16        |
| Devises à recevoir au comptant                  | 2 590 419,89            |
| Déport                                          | 24 530 167,22           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>8 319 279 524,90</b> |
| <b>Liées aux instruments financiers à terme</b> |                         |
| Dépôts de garantie                              | 436 192 545,85          |
| Marge à recevoir                                | 453 797,79              |
| Prime sur option                                | 28 313 152,18           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>464 959 495,82</b>   |

## INSTRUMENTS FINANCIERS

## VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

## Portefeuille au 31 décembre 2017 – en euros

|                                            | Valeur d'acquisition     | Écarts d'estimation     | Coupons courus        | Valeur bilan             |
|--------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| <b>Actions</b>                             | <b>8 237 847 261,37</b>  | <b>1 799 452 546,67</b> | –                     | <b>10 037 299 808,04</b> |
| <b>Obligations</b>                         | <b>13 942 917 721,21</b> | <b>792 870 401,41</b>   | <b>215 059 421,44</b> | <b>14 950 847 544,06</b> |
| <b>TCN</b>                                 | <b>1 522 000 000,00</b>  | <b>1 201 834,23</b>     | –                     | <b>1 523 201 834,23</b>  |
| <b>Organismes de placements collectifs</b> | <b>6 508 880 080,00</b>  | <b>1 445 434 042,32</b> | –                     | <b>7 954 314 122,32</b>  |
| OPCVM                                      | 5 933 098 383,92         | 1 055 880 581,39        | –                     | 6 988 978 965,31         |
| Autres OPC                                 | 575 781 696,08           | 389 553 460,93          | –                     | 965 335 157,01           |
| dont Fonds de capital investissement       | 56 977 800,00            | 358 164 457,55          | –                     | 445 142 257,55           |
| dont Organisme de titrisation              | 518 803 896,08           | 1 389 003,38            | –                     | 520 192 899,46           |
| <b>TOTAL</b>                               | <b>30 211 645 062,58</b> | <b>4 038 958 824,63</b> | <b>215 059 421,44</b> | <b>34 465 663 308,65</b> |

## Portefeuille au 31 décembre 2017 – en euros

|                                            | Valeur d'acquisition     | Écarts d'estimation     | Coupons courus        | Valeur bilan             |
|--------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| <b>Actions</b>                             | <b>8 603 288 732,16</b>  | <b>1 919 977 456,29</b> | –                     | <b>10 523 266 188,45</b> |
| <b>Obligations</b>                         | <b>14 278 231 536,62</b> | <b>231 268 986,83</b>   | <b>206 363 058,96</b> | <b>14 715 863 582,41</b> |
| <b>TCN</b>                                 | <b>363 300 000,00</b>    | <b>-22 670,58</b>       | –                     | <b>363 277 329,42</b>    |
| <b>Organismes de placements collectifs</b> | <b>7 810 579 998,40</b>  | <b>1 554 853 036,16</b> | –                     | <b>9 365 433 034,56</b>  |
| OPCVM                                      | 7 289 222 446,13         | 1 308 206 845,17        | –                     | 8 597 429 291,30         |
| Autres OPC                                 | 521 357 552,27           | 246 646 190,99          | –                     | 768 003 743,26           |
| dont Fonds de capital investissement       | 4 066 993,07             | 248 591 398,78          | –                     | 252 658 391,85           |
| dont Organisme de titrisation              | 517 290 559,20           | -1 945 207,79           | –                     | 515 345 351,41           |
| <b>TOTAL</b>                               | <b>31 055 400 267,18</b> | <b>3 706 076 808,70</b> | <b>206 363 058,96</b> | <b>34 967 840 134,84</b> |

|                                            | 31/12/2017               | 31/12/2016               |
|--------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Actions</b>                             | <b>10 523 266 188,45</b> | <b>10 037 299 808,04</b> |
| <b>Obligations</b>                         | <b>14 715 863 582,41</b> | <b>14 950 847 544,06</b> |
| <b>TCN</b>                                 | <b>363 277 329,42</b>    | <b>1 523 201 834,23</b>  |
| <b>Organismes de placements collectifs</b> | <b>9 365 433 034,56</b>  | <b>7 954 314 122,32</b>  |
| OPCVM                                      | 8 597 429 291,30         | 6 988 978 965,31         |
| Autres OPC                                 | 768 003 743,26           | 965 335 157,01           |
| dont Fonds de capital investissement       | 252 658 391,85           | 445 142 257,55           |
| dont Organismes de titrisation             | 515 345 351,41           | 520 192 899,46           |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL</b>                       | <b>34 967 840 134,84</b> | <b>34 465 663 308,65</b> |



## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

|                 | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|-----------------|------------|------------|
| < 3 mois        | 2,23 %     | 0,29 %     |
| > 3 mois < 1 an | 1,72 %     | 9,76 %     |
| 1 à 3 ans       | 20,58 %    | 7,99 %     |
| 3 à 5 ans       | 24,45 %    | 29,01 %    |
| 5 à 7 ans       | 28,33 %    | 31,17 %    |
| 7 à 10 ans      | 15,47 %    | 16,34 %    |
| 10 à 15 ans     | 3,48 %     | 2,81 %     |
| > 15 ans        | 3,74 %     | 2,62 %     |
|                 | 100,00 %   | 100,00 %   |

## VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

|               | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|---------------|------------|------------|
| Taux fixe     | 3,30 %     | 3,08 %     |
| Taux indexé   | 94,02 %    | 96,08 %    |
| Taux variable | 2,68 %     | 0,84 %     |
|               | 100,00 %   | 100,00 %   |

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

|                                  |                          |                          |                       | Organismes de placements collectifs |                         |                         | Total                    |
|----------------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
|                                  |                          |                          |                       | Autres OPC                          |                         |                         |                          |
| Devise                           | Actions                  | Obligations              | TCN                   | OPCVM <sup>1</sup>                  | OT <sup>2</sup>         | LP <sup>3</sup> et FCPR |                          |
| AUD                              | 190 633 711,87           | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 190 633 711,87           |
| CAD                              | 21 884 633,47            | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 21 884 633,47            |
| CHF                              | 148 931 408,03           | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 148 931 408,03           |
| DKK                              | 65 559 834,48            | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 65 559 834,48            |
| EUR                              | 6 226 066 627,22         | 11 765 858 010,11        | 363 455 574,29        | 4 521 680 734,24                    | 515 345 351,41          | 182 407 683,08          | 23 574 813 980,35        |
| GBP                              | 541 339 981,10           | —                        | —                     | 19 404 321,52                       | —                       | —                       | 560 744 302,62           |
| HKD                              | 138 770 918,48           | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 138 770 918,48           |
| JPY                              | 764 017 870,42           | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 764 017 870,42           |
| NOK                              | 16 479 373,99            | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 16 479 373,99            |
| NZD                              | 13 532 067,43            | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 13 532 067,43            |
| SEK                              | 148 582 082,83           | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 148 582 082,83           |
| SGD                              | 45 675 312,63            | —                        | —                     | —                                   | —                       | —                       | 45 675 312,63            |
| USD                              | 2 201 792 366,50         | 2 950 005 572,30         | —                     | 4 056 344 235,54                    | —                       | 70 250 708,77           | 9 278 392 883,11         |
|                                  |                          |                          |                       |                                     | <b>515 345 351,41</b>   | <b>252 658 391,85</b>   |                          |
| <b>TOTAL NET</b>                 |                          |                          |                       |                                     |                         |                         |                          |
| <b>D'IPA<sup>4</sup></b>         | <b>10 523 266 188,45</b> | <b>14 715 863 582,41</b> | <b>363 455 574,29</b> | <b>8 597 429 291,30</b>             |                         | <b>768 003 743,26</b>   | <b>34 968 018 379,71</b> |
| IPA sur bons du Trésor           |                          |                          |                       |                                     |                         |                         | —                        |
| IPA sur bons du Trésor étrangers |                          |                          |                       |                                     |                         |                         | —                        |
| IPA sur certificats de dépôts    |                          |                          |                       |                                     |                         |                         | -178 244,87              |
| <b>Total IPA</b>                 |                          |                          |                       |                                     |                         |                         | <b>-178 244,87</b>       |
| <b>TOTAL</b>                     | <b>10 523 266 188,45</b> | <b>14 715 863 582,41</b> | <b>363 277 329,42</b> |                                     | <b>9 365 433 034,56</b> |                         | <b>34 967 840 134,84</b> |

1. Dont *Exchange Traded Funds*.
2. Organismes de titrisation.

3. Limited Partnership : Fonds de capital investissement.  
4. IPA : Intérêts perçus d'avance.

## RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2017 – en euros

| Instruments financiers                     | Total net d'IPA          | IPA                | Total portefeuille       |
|--------------------------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|
| <b>ACTIONS</b>                             |                          |                    |                          |
| Européennes zone euro                      | 6 225 331 179,74         | —                  | 6 225 331 179,74         |
| Européennes hors zone euro                 | 920 892 680,43           | —                  | 920 892 680,43           |
| Amérique                                   | 2 224 412 447,45         | —                  | 2 224 412 447,45         |
| Asie hors Japon                            | 388 612 010,41           | —                  | 388 612 010,41           |
| Japon                                      | 764 017 870,42           | —                  | 764 017 870,42           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>10 523 266 188,45</b> | <b>—</b>           | <b>10 523 266 188,45</b> |
| <b>OBLIGATIONS</b>                         |                          |                    |                          |
| Européennes zone euro                      | 11 765 858 010,11        | —                  | 11 765 858 010,11        |
| Amérique                                   | 2 950 005 572,30         | —                  | 2 950 005 572,30         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>14 715 863 582,41</b> | <b>—</b>           | <b>14 715 863 582,41</b> |
| <b>TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES</b>      |                          |                    |                          |
| Européens zone euro                        | 363 455 574,29           | -178 244,87        | 363 277 329,42           |
| Amérique                                   | —                        | —                  | —                        |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>363 455 574,29</b>    | <b>-178 244,87</b> | <b>363 277 329,42</b>    |
| <b>ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS</b> |                          |                    |                          |
| <b>OPCVM</b>                               |                          |                    |                          |
| Européens zone euro                        | 4 521 680 734,24         | —                  | 4 521 680 734,24         |
| Européens hors zone euro                   | 19 404 321,52            | —                  | 19 404 321,52            |
| Amérique                                   | 4 056 344 235,54         | —                  | 4 056 344 235,54         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>8 597 429 291,30</b>  | <b>—</b>           | <b>8 597 429 291,30</b>  |
| <b>AUTRES OPC</b>                          |                          |                    |                          |
| <b>Fonds de capital</b>                    |                          |                    |                          |
| Europe                                     | 70 250 708,77            | —                  | 70 250 708,77            |
| Amérique                                   | 182 407 683,08           | —                  | 182 407 683,08           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>252 658 391,85</b>    | <b>—</b>           | <b>252 658 391,85</b>    |
| <b>Organismes de titrisation</b>           |                          |                    |                          |
| Europe                                     | 515 345 351,41           | —                  | 515 345 351,41           |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>515 345 351,41</b>    | <b>—</b>           | <b>515 345 351,41</b>    |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                          | <b>9 365 433 034,56</b>  | <b>—</b>           | <b>9 365 433 034,56</b>  |
| <b>TOTAL GÉNÉRAL</b>                       | <b>34 968 018 379,71</b> | <b>-178 244,87</b> | <b>34 967 840 134,84</b> |

## FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

|                                            |     |                   | Panthéon Ventures            |             | Access Capital Partners |             | Antin Infrastructures        | Total          |
|--------------------------------------------|-----|-------------------|------------------------------|-------------|-------------------------|-------------|------------------------------|----------------|
| Engagements à l'origine                    | EUR |                   | 550 000 000                  |             | 300 000 000             |             | 50 000 000                   | 900 000 000    |
| Engagements à la date d'arrêté             | EUR |                   | 257 474 250                  |             | 210 000 000             |             | 50 000 000                   | 517 474 250    |
| Solde de l'exercice précédent              | EUR |                   | 24 265 750                   |             | 32 130 000              |             | 582 050                      | 56 977 800     |
| Versements de la période (appels de fonds) |     |                   | —                            |             | —                       |             | 351 196                      | 351 196        |
|                                            | EUR |                   |                              |             |                         |             |                              |                |
| Reversement provisoire                     | EUR |                   | -59 700 000                  |             | -45 150 000             |             | -31 767 200                  | -136 617 200   |
| Solde à la date d'arrêté                   | EUR |                   | —                            |             | —                       |             | 351 196                      | 351 196        |
| Valorisation à la date d'arrêté            | EUR |                   | 105 691 265                  |             | 68 004 273              |             | 8 712 145                    | 182 407 683    |
|                                            |     |                   |                              |             |                         |             |                              |                |
|                                            |     | NBEL <sup>5</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>6</sup>        | 566 283 445 | 164 890 064                  | 731 173 509    |
| Engagements à la date d'arrêté             | USD | 280 711 144       | 198 000 000                  | 478 711 144 | EUR <sup>6</sup>        | 233 770 093 | 164 890 064                  | 398 660 157    |
| Solde de l'exercice précédent              | USD | —                 | —                            | —           | EUR <sup>6</sup>        | —           | —                            | —              |
| Versements de la période (appels de fonds) |     | —                 | —                            | —           |                         | —           | —                            | —              |
|                                            | USD |                   |                              |             | EUR <sup>7</sup>        |             |                              |                |
| Distribution d'avoirs                      | USD | -49 976 457       | -41 460 726                  | -91 437 183 | EUR <sup>7</sup>        | -27 416 021 | -36 013 527                  | -63 429 548    |
| Solde à la date d'arrêté <sup>8</sup>      | USD | —                 | —                            | —           | EUR <sup>6</sup>        | —           | —                            | —              |
| Valorisation à la date d'arrêté            | USD | 79 895 122        | 4 461 929                    | 84 357 051  | EUR <sup>6</sup>        | 66 534 912  | 3 715 797                    | 70 250 709     |
| Total engagements initiaux (EUR)           |     |                   |                              |             |                         |             |                              | 1 631 173 509  |
| Total versements nets sur la période (EUR) |     |                   |                              |             |                         |             |                              | -216 352 194   |
| TOTAL VALORISÉ À LA DATE D'ARRÊTÉ (EUR)    |     |                   |                              |             |                         |             |                              | 252 658 392,00 |

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

6. Sur la base d'une parité \$ vs € de 0,8327781 à la date d'arrêté.

7. Sur la base d'une parité en date d'opération.

8. Les distributions sont imputées sur la valeur du fonds à l'actif du bilan jusqu'au remboursement des montants investis. Des plus-values sont constatées lorsque les distributions excèdent la totalité des montants investis (Cf. art 2.2.2 de l'avis du CNC n°2008-10 du 05/06/2008).

## ORGANISMES DE TITRISATION – en euros

| Fonds FCT <sup>9</sup> | Engagements à l'origine |
|------------------------|-------------------------|
| Idinvest 1             |                         |
| NOVO 1                 |                         |
| NOVO 2                 |                         |
| Idinvest 2             |                         |
| Tikehau                |                         |
| CM-CIC-Debt Fund 1     |                         |
| Idinvest 3             |                         |
| Cerea Dette            |                         |
| FCT Eurocréances       |                         |
| CM-CIC-Debt Fund 2     |                         |
| Lyxor Dette privée     |                         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>      | <b>790 000 000</b>      |

| Fonds FPS <sup>10</sup> | Engagements à l'origine |
|-------------------------|-------------------------|
| FPS Immo Durable        |                         |
| NOVI 1                  |                         |
| NOVI 2                  |                         |
| BNP PARIBAS FPS FPE     |                         |
| Meridiam                |                         |
| Capenergie              |                         |
| Quaero                  |                         |
| Schelcher Prince G      |                         |
| BNPP AM Dette privée    |                         |
| Idinvest Dette privée   |                         |
| Swen FOF CI France      |                         |
| Ardian FOF CI France    |                         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>       | <b>1 280 000 000</b>    |
| <b>TOTAL</b>            | <b>2 070 000 000</b>    |

## DISPONIBILITÉS

| Devises – en euros | Total                 |
|--------------------|-----------------------|
| AUD                | 6 596 389,67          |
| CAD                | 3 791 332,71          |
| CHF                | 4 990 405,87          |
| DKK                | 660 373,37            |
| EUR                | 538 926 517,96        |
| GBP                | 7 311 731,54          |
| HKD                | 8 320 846,30          |
| JPY                | 55 921 315,83         |
| NOK                | 365 416,53            |
| NZD                | 115 184,51            |
| SEK                | 272 982,65            |
| SGD                | 250 330,62            |
| USD                | 297 928 466,94        |
| <b>TOTAL</b>       | <b>925 451 294,50</b> |

9. Fonds commun de titrisation

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

## COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU PASSIF

### ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

| Capitaux propres                 | 31/12/2016               | Affectation<br>résultat 2016 | Résultat<br>2017        | Variation             |                         | 31/12/2017               |
|----------------------------------|--------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|
|                                  |                          |                              |                         | [+]                   | [-]                     |                          |
| Dotations                        | 2 870 680 121,97         | –                            | –                       | –                     | –                       | 2 870 680 121,97         |
| Réserves                         | 6 996 598 240,48         | 746 614 649,95               | –                       | –                     | –                       | 7 743 212 890,43         |
| Écarts d'estimation              | 3 725 577 877,32         | –                            | –                       | –                     | 221 369 006,97          | 3 504 208 870,35         |
| Résultat de l'exercice           | 746 614 649,95           | -746 614 649,95              | 2 392 033 650,10        | –                     | –                       | 2 392 033 650,10         |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                | <b>14 339 470 889,72</b> | <b>–</b>                     | <b>2 392 033 650,10</b> | <b>–</b>              | <b>221 369 006,97</b>   | <b>16 510 135 532,85</b> |
| <b>Dettes long terme</b>         | <b>31/12/2016</b>        |                              |                         |                       |                         | <b>31/12/2017</b>        |
| CNIEG                            | 4 817 195 728,53         | –                            | –                       | 360 079 441,11        | –                       | 5 177 275 169,64         |
| CADES + 1 an                     | 14 700 000 000,00        | –                            | –                       | –                     | 2 100 000 000,00        | 14 700 000 000,00        |
| <b>SOUS-TOTAL</b>                | <b>19 517 195 728,53</b> | <b>–</b>                     | <b>–</b>                | <b>360 079 441,11</b> | <b>2 100 000 000,00</b> | <b>17 777 275 169,64</b> |
| <b>TOTAL CAPITAUX PERMANENTS</b> | <b>33 856 666 618,25</b> | <b>–</b>                     | <b>2 392 033 650,10</b> | <b>360 079 441,11</b> | <b>2 321 369 006,97</b> | <b>34 287 410 702,49</b> |

### RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

|                         | 2014             | 2015             | 2016           | 2017             |
|-------------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|
| Résultats de l'exercice | 1 439 660 130,27 | 1 500 464 460,48 | 746 614 649,95 | 2 392 033 650,10 |

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

### DETTES – en euros

#### ÉCHÉANCIER DES DETTES

|                                                 | Total                    | - 1 an                   | + 1 an                   | dont 1 à 5 ans          | dont + de 5 ans         |
|-------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Contribution exceptionnelle CNIEG               | 5 177 275 169,64         | –                        | 5 177 275 169,64         | –                       | –                       |
| Dette CADES                                     | 14 700 000 000,00        | 2 100 000 000,00         | 12 600 000 000,00        | 8 400 000 000,00        | 4 200 000 000,00        |
| Dettes d'exploitation                           | 75 916 985,52            | 75 916 985,52            | –                        | –                       | –                       |
| Dettes liées aux instruments financiers         | 22 405 341,77            | 22 405 341,77            | –                        | –                       | –                       |
| Dettes liées aux opérations de change           | 8 193 471 573,61         | 8 193 471 573,61         | –                        | –                       | –                       |
| Dettes liées aux instruments financiers à terme | 32 331 810,62            | 32 331 810,62            | –                        | –                       | –                       |
|                                                 | <b>28 201 400 881,16</b> | <b>10 424 125 711,52</b> | <b>17 777 275 169,64</b> | <b>8 400 000 000,00</b> | <b>4 200 000 000,00</b> |

## CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG – en euros

|                                |                          |
|--------------------------------|--------------------------|
| Capitaux propres au 31/12/2016 | 14 339 470 889,72        |
| Soulte CNIEG au 31/12/2016     | 4 817 195 728,53         |
| Abondements 2017               | –                        |
| Dette CADES au 31/12/2017      | 14 700 000 000,00        |
|                                | <b>33 856 666 618,25</b> |

|                                      |                |
|--------------------------------------|----------------|
| <b>QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2017</b> | <b>14,23 %</b> |
|--------------------------------------|----------------|

**Abondements**

|                         |                  |             |
|-------------------------|------------------|-------------|
| Dotations au 31/12/2016 | 2 870 680 121,97 | <b>2017</b> |
| Dotations au 31/12/2017 | 2 870 680 121,97 | –           |

| <b>Répartition au 31/12/2017</b> | <b>31/12/2016</b> | <b>31/12/2017</b> | <b>à répartir</b> |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Résultat d'exploitation          | –                 | -96 440 937,71    | -96 440 937,71    |
| Résultat financier               | –                 | 2 885 077 602,68  | 2 885 077 602,68  |
| Résultat exceptionnel            | –                 | 198 095,09        | 198 095,09        |

|                        |          |                         |                         |
|------------------------|----------|-------------------------|-------------------------|
| <b>RÉSULTAT GLOBAL</b> | <b>–</b> | <b>2 788 834 760,06</b> | <b>2 788 834 760,06</b> |
|------------------------|----------|-------------------------|-------------------------|

|                                                |                  |                  |                 |
|------------------------------------------------|------------------|------------------|-----------------|
| Écart d'estimation – Instruments financiers    | 3 649 405 363,70 | 3 459 430 617,71 | -189 974 745,99 |
| Écart d'estimation – Change                    | 10 972 131,74    | -27 622 907,29   | -38 595 039,03  |
| Écart d'estimation – Change à terme            | -40 304 337,33   | 141 808 693,98   | 182 113 031,31  |
| Écart d'estimation – Dérivés                   | 55 728 470,61    | -16 163 846,98   | -71 892 317,59  |
| Écart d'estimation – Fonds de Capital Inv.     | 388 164 457,55   | 252 307 195,75   | -135 857 261,80 |
| Écart d'estimation – Organismes de titrisation | 1 389 003,38     | -1 945 207,79    | -3 334 211,17   |
| Écart d'estimation – Options                   | -2 612 713,46    | -3 162 844,80    | -550 131,34     |

|                                 |                         |                         |                        |
|---------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| <b>ÉCART D'ESTIMATION TOTAL</b> | <b>4 062 742 376,19</b> | <b>3 804 651 700,58</b> | <b>-258 090 675,61</b> |
|---------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| Résultat global | 2 788 834 760,06 |
|-----------------|------------------|

|                                   |                |
|-----------------------------------|----------------|
| <b>Pourcentage de répartition</b> | <b>14,23 %</b> |
|-----------------------------------|----------------|

|                                      |                       |
|--------------------------------------|-----------------------|
| <b>À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV</b> | <b>396 801 109,96</b> |
|--------------------------------------|-----------------------|

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| Écart d'estimation | -258 090 675,61 |
|--------------------|-----------------|

|                                   |                |
|-----------------------------------|----------------|
| <b>Pourcentage de répartition</b> | <b>14,23 %</b> |
|-----------------------------------|----------------|

|                                     |                       |
|-------------------------------------|-----------------------|
| <b>À PORTER AU DÉBIT DE LA CNAV</b> | <b>-36 721 668,86</b> |
|-------------------------------------|-----------------------|

**Récapitulation**

|                    |                |
|--------------------|----------------|
| Résultat global    | 396 801 109,96 |
| Écart d'estimation | -36 721 668,86 |

|              |                       |
|--------------|-----------------------|
| <b>TOTAL</b> | <b>360 079 441,11</b> |
|--------------|-----------------------|

|                                                        |                         |
|--------------------------------------------------------|-------------------------|
| <b>Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2016</b> | <b>4 817 195 728,53</b> |
|--------------------------------------------------------|-------------------------|

|                                         |                         |
|-----------------------------------------|-------------------------|
| <b>CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2017</b> | <b>5 177 275 169,64</b> |
|-----------------------------------------|-------------------------|

## DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

| <b>Dettes</b> – en euros                        | <b>31/12/2017</b>        |
|-------------------------------------------------|--------------------------|
| <b>Liées aux instruments financiers</b>         |                          |
| Achats en attente de règlement                  | 22 405 341,770           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>22 405 341,770</b>    |
| <b>Liées aux opérations de change</b>           |                          |
| Ventes à terme                                  | 7 804 267 036,090        |
| Devises à livrer à terme                        | 385 021 673,050          |
| Devises à livrer au comptant                    | 2 591 111,370            |
| Report                                          | 1 591 753,100            |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>8 193 471 573,610</b> |
| <b>Liées aux instruments financiers à terme</b> |                          |
| Marge à régler                                  | 15 956 419,280           |
| Prime sur options                               | 16 375 391,340           |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>32 331 810,620</b>    |

## PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à -178 244,87€ <sup>11</sup>. Ils correspondent aux intérêts pré-comptés sur certains titres de créances négociables dont les taux sont négatifs. Ils sont présentés au poste « Charges constatées d'avance » du bilan.

11. BTF, 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>100 303 906,33</b> |
| Gestion administrative (Caisse des dépôts et consignations)         | 23 886 410,00         |
| Rémunération des sociétés d'investissement                          | 72 712 198,18         |
| Autres services extérieurs                                          | 3 705 298,15          |
| <i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i> | <i>2 947 123,75</i>   |
| <b>Impôts et taxes</b>                                              | <b>82 218,00</b>      |
| <b>Personnel</b>                                                    | <b>927 792,24</b>     |
| <b>Amortissements</b>                                               | <b>515 124,40</b>     |
| <b>TOTAL</b>                                                        | <b>101 829 040,97</b> |

## PRODUITS D'EXPLOITATION – en euros

|                            | Montant             |
|----------------------------|---------------------|
| <b>Services extérieurs</b> | <b>5 388 103,26</b> |
| Autres services extérieurs | 5 388 103,26        |

## TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR – en euros

## Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

| Catégorie                  | CDI      | CDD      | Interim  | Autres   | Total    |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Direction                  | 1        | –        | –        | –        | 1        |
| Cadres                     | 1        | –        | –        | –        | 1        |
| Employés                   | 4        | 1        | –        | –        | 5        |
| <b>TOTAL</b>               | <b>6</b> | <b>1</b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>7</b> |
| <b>AUTRES<sup>12</sup></b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>–</b> | <b>1</b> | <b>–</b> |

12. Président du Conseil de Surveillance et Agent Comptable.



## ENGAGEMENTS HORS BILAN

## Contrats de change à terme – en euros

| Codes devises | Devise à recevoir       | %               | Devise à livrer       | %               |
|---------------|-------------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|
| AUD           | 172 900 038,33          | 2,19 %          | 0,00                  | 0,00 %          |
| CAD           | 23 134 108,76           | 0,29 %          | 249 278,72            | 0,06 %          |
| CHF           | 139 428 077,06          | 1,76 %          | 1 802 138,72          | 0,47 %          |
| DKK           | 60 358 815,24           | 0,76 %          | 0,00                  | 0,00 %          |
| GBP           | 507 822 210,99          | 6,42 %          | 238 111,68            | 0,06 %          |
| HKD           | 141 466 820,65          | 1,79 %          | 0,00                  | 0,00 %          |
| JPY           | 768 154 196,75          | 9,71 %          | 44 859 644,01         | 11,65 %         |
| NOK           | 11 617 319,79           | 0,15 %          | 0,00                  | 0,00 %          |
| NZD           | 14 392 475,83           | 0,18 %          | 968 906,43            | 0,25 %          |
| SEK           | 129 208 168,93          | 1,63 %          | 0,00                  | 0,00 %          |
| SGD           | 45 527 414,16           | 0,58 %          | 478 793,73            | 0,12 %          |
| USD           | 5 897 053 317,67        | 74,54 %         | 336 424 799,76        | 87,38 %         |
| <b>TOTAL</b>  | <b>7 911 062 964,16</b> | <b>100,00 %</b> | <b>385 021 673,05</b> | <b>100,00 %</b> |

## Titres et espèces en deposit au 31/12/2017 – en euros

| Code valeur       | Libellé valeur                 | Quantité       | Prix de revient       | Valeur boursière      |
|-------------------|--------------------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|
| XS1605365193      | CA LONDON 1.375 % 03/05/27 EUR | 5 000 000,00   | 4 947 850,00          | 5 186 549,26          |
| <b>SOUS-TOTAL</b> |                                |                | <b>4 947 850,00</b>   | <b>5 186 549,26</b>   |
| Code valeur       | Libellé valeur                 | Quantité       | Prix de revient       | Valeur boursière      |
| DG.AUD            | DEPOSIT AUD                    | 65 500,00      | 43 637,42             | 42 664,06             |
| DG.AUD            | DEPOSIT AUD                    | 52 400,00      | 34 573,79             | 34 131,24             |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 123 632 109,71 | 123 632 109,71        | 123 632 109,71        |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 430 492,60     | 430 492,60            | 430 492,60            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 789 983,10     | 789 983,10            | 789 983,10            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 390 663,10     | 390 663,10            | 390 663,10            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 230 120,50     | 230 120,50            | 230 120,50            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 327 420,00     | 327 420,00            | 327 420,00            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 106 322,50     | 106 322,50            | 106 322,50            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 178 033,00     | 178 033,00            | 178 033,00            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 153 304,80     | 153 304,80            | 153 304,80            |
| DG.EUR            | DEPOSIT EUR                    | 150 832,00     | 150 832,00            | 150 832,00            |
| DG.GBP            | DEPOSIT GBP                    | 456 540,00     | 547 204,21            | 514 324,33            |
| DG.HKD            | DEPOSIT HKD                    | 396 606,00     | 46 233,15             | 42 250,33             |
| DG.HKD            | DEPOSIT HKD                    | 297 455,00     | 32 488,22             | 31 687,80             |
| DG.JPY            | DEPOSIT JPY                    | 2 790 000,00   | 21 328,42             | 20 625,40             |
| DG.JPY            | DEPOSIT JPY                    | 972 315 000,00 | 7 890 379,55          | 7 187 952,10          |
| DG.SGD            | DEPOSIT SGD                    | 9 900,00       | 6 250,75              | 6 169,18              |
| DG.USD            | DEPOSIT USD                    | 360 909 132,92 | 316 687 658,52        | 300 557 239,27        |
| DG.USD            | DEPOSIT USD                    | 558 065,00     | 501 829,54            | 464 744,33            |
| DG.USD            | DEPOSIT USD                    | 480 112,00     | 350 339,77            | 399 826,78            |
| DG.USD            | DEPOSIT USD                    | 468 731,00     | 414 433,40            | 390 348,93            |
| DG.USD            | DEPOSIT USD                    | 133 650,00     | 116 438,32            | 111 300,79            |
| <b>SOUS-TOTAL</b> |                                |                | <b>453 082 076,37</b> | <b>436 192 545,85</b> |
| <b>TOTAL</b>      |                                |                | <b>458 029 926,37</b> | <b>441 379 095,11</b> |

## AUTRES ENGAGEMENTS – EN EUROS

## FUTURES SUR INDICES

## Position acheteuse

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité  | Cours     | Engag. HB valorisé      |
|--------------|----------------------|--------|-----------|-----------|-------------------------|
| AP0318       | SYD FUTURE SPI2 0318 | AUD    | 8,00      | 6 020,00  | 784 237,09              |
| ES0318       | CHI FUTUR SPMIN 0318 | USD    | 765,00    | 2 676,00  | 85 240 672,88           |
| ES0318       | CHI FUTUR SPMIN 0318 | USD    | 27,00     | 2 676,00  | 3 008 494,34            |
| FCE0118      | Mar CAC40 0118       | EUR    | 8 465,00  | 5 310,50  | 449 533 825,00          |
| FCE0118      | Mar CAC40 0118       | EUR    | 102,00    | 5 310,50  | 5 416 710,00            |
| FDAX0318     | EUR FUTURE DAX 0318  | EUR    | 1 367,00  | 12 910,00 | 441 199 250,00          |
| FESX0318     | EUR DJ EURO STO 0318 | EUR    | 30 496,00 | 3 493,00  | 1 065 225 280,00        |
| FESX0318     | EUR DJ EURO STO 0318 | EUR    | 43,00     | 3 493,00  | 1 501 990,00            |
| FESX0318     | EUR DJ EURO STO 0318 | EUR    | 72,00     | 3 493,00  | 2 514 960,00            |
| FESX0318     | EUR DJ EURO STO 0318 | EUR    | 62,00     | 3 493,00  | 2 165 660,00            |
| FESX0318     | EUR DJ EURO STO 0318 | EUR    | 61,00     | 3 493,00  | 2 130 730,00            |
| FTI0118      | Mar FUTURE AEX 0118  | EUR    | 1 063,00  | 544,50    | 115 760 700,00          |
| HSI0118      | HKF HANG SENG I 0118 | HKD    | 3,00      | 29 948,00 | 478 552,90              |
| IX0118       | MEF IBEX 35 0118     | EUR    | 773,00    | 10 020,80 | 77 460 784,00           |
| SG_FQ0118    | SIM MSCI SINGAP 0118 | SGD    | 10,00     | 388,10    | 241 844,52              |
| SPMIB0318    | ITA SPMIB INDEX 0318 | EUR    | 844,00    | 21 757,00 | 91 814 540,00           |
| TP0318       | OSA TOPIX 0318       | JPY    | 2 091,00  | 1 817,00  | 280 871 160,81          |
| TP0318       | OSA TOPIX 0318       | JPY    | 6,00      | 1 817,00  | 805 943,07              |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |           |           | <b>2 626 155 334,63</b> |

## Position vendeuse

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours     | Engag. HB valorisé   |
|--------------|----------------------|--------|----------|-----------|----------------------|
| AP0318       | SYD FUTURE SPI2 0318 | AUD    | 10,00    | 6 020,00  | 980 296,37           |
| HSI0118      | HKF HANG SENG I 0118 | HKD    | 4,00     | 29 948,00 | 638 070,53           |
| Z0318        | LIF FTSE100 0318     | GBP    | 140,00   | 7 638,00  | 12 046 640,00        |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |           | <b>13 665 006,91</b> |

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

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité | Cours  | Engag. HB valorisé    |
|--------------|----------------------|--------|----------|--------|-----------------------|
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 223,00   | 161,68 | 36 054 640,00         |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 252,00   | 131,61 | 33 165 720,00         |
| FGBS0318     | EUR EURO SCHATZ 0318 | EUR    | 177,00   | 111,98 | 19 819 575,00         |
| FV0318       | CBO UST NOTE 5 0318  | USD    | 181,00   | 116,16 | 17 509 504,08         |
| TN0318       | CBO ULTRA NOTE 0318  | USD    | 300,00   | 133,56 | 33 368 379,41         |
| TU0318       | CBO 2 Y US TRES 0318 | USD    | 405,00   | 107,05 | 72 212 717,56         |
| TU0318       | CBO 2 Y US TRES 0318 | USD    | 267,00   | 107,05 | 47 606 902,69         |
| TY0318       | CBO T NOTE US 1 0318 | USD    | 54,00    | 124,05 | 5 578 390,45          |
| UBE0318      | CBO ULTRA BOND 0318  | USD    | 1,00     | 167,66 | 139 620,46            |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |          |        | <b>265 455 449,66</b> |

**Position vendeuse**

| Code valeur  | Libellé valeur       | Devise | Quantité  | Cours    | Engag. HB valorisé      |
|--------------|----------------------|--------|-----------|----------|-------------------------|
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 1 770,00  | 161,68   | 286 173 600,00          |
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 97,00     | 161,68   | 15 682 960,00           |
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 8,00      | 161,68   | 1 293 440,00            |
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 156,00    | 161,68   | 25 222 080,00           |
| FGBL0318     | EUR EURO BUND F 0318 | EUR    | 200,00    | 161,68   | 32 336 000,00           |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 4 560,00  | 131,61   | 600 141 600,00          |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 637,00    | 131,61   | 83 835 570,00           |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 50,00     | 131,61   | 6 580 500,00            |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 106,00    | 131,61   | 13 950 660,00           |
| FGBM0318     | EUR EURO BOBL F 0318 | EUR    | 271,00    | 131,61   | 35 666 310,00           |
| FGBS0318     | EUR EURO SCHATZ 0318 | EUR    | 5 390,00  | 111,98   | 603 545 250,00          |
| FGBS0318     | EUR EURO SCHATZ 0318 | EUR    | 231,00    | 111,98   | 25 866 225,00           |
| FGBX0318     | EUR FUTURE EURO 0318 | EUR    | 70,00     | 163,86   | 11 470 200,00           |
| FSMI0318     | EUR FUTURE SMI 0318  | CHF    | 70,00     | 9 269,00 | 5 544 844,68            |
| FV0318       | CBO UST NOTE 5 0318  | USD    | 17 344,00 | 116,16   | 1 677 816 788,80        |
| FV0318       | CBO UST NOTE 5 0318  | USD    | 107,00    | 116,16   | 10 350 922,30           |
| TN0318       | CBO ULTRA NOTE 0318  | USD    | 3 012,00  | 133,56   | 335 018 529,31          |
| TN0318       | CBO ULTRA NOTE 0318  | USD    | 49,00     | 133,56   | 5 450 168,64            |
| TN0318       | CBO ULTRA NOTE 0318  | USD    | 317,00    | 133,56   | 35 259 254,25           |
| TU0318       | CBO 2 Y US TRES 0318 | USD    | 11 787,00 | 107,05   | 2 101 657 535,60        |
| TU0318       | CBO 2 Y US TRES 0318 | USD    | 70,00     | 107,05   | 12 481 210,44           |
| TY0318       | CBO T NOTE US 1 0318 | USD    | 7 784,00  | 124,05   | 804 114 652,73          |
| TY0318       | CBO T NOTE US 1 0318 | USD    | 434,00    | 124,05   | 44 833 730,64           |
| TY0318       | CBO T NOTE US 1 0318 | USD    | 83,00     | 124,05   | 8 574 192,73            |
| US0318       | CBO FUTURE BOND 0318 | USD    | 21,00     | 153,00   | 2 675 716,19            |
| <b>TOTAL</b> |                      |        |           |          | <b>6 785 541 941,31</b> |

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES – en euros

| Code valeur             | Libellé valeur Fininfo | Quantité  | Prix d'exercice | Cours du support | Delta (Mid) | Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent) |
|-------------------------|------------------------|-----------|-----------------|------------------|-------------|---------------------------------------------|
| OSPX0318C-1             | S&P 500 C 1803 2720.00 | -4 480,00 | 2 720,00        | 2 673,61         | 0,327       | -326 176 858,38                             |
| OSPX0318C-2             | S&P 500 C 1803 2705.00 | -3 586,00 | 2 705,00        | 2 673,61         | 0,388       | -309 791 423,04                             |
| TOTAL EN VALEUR ABSOLUE |                        |           |                 |                  |             | 635 968 281,42                              |

## OPTIONS DE VENTE SUR INDICES – en euros

| Code valeur             | Libellé valeur Fininfo       | Quantité   | Prix d'exercice | Cours du support | Delta (Mid) | Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent) |
|-------------------------|------------------------------|------------|-----------------|------------------|-------------|---------------------------------------------|
| OESX0318P-1             | EURO STOXX 50 P 1803 3550.00 | 27 613,00  | 3 550,00        | 3 503,96         | -0,581      | -562 145 663,86                             |
| OESX0318P-2             | EURO STOXX 50 P 1803 3350.00 | -27 613,00 | 3 350,00        | 3 503,96         | -0,268      | 259 302 991,25                              |
| OSPX0318P-1             | S&P 500 P 1803 2575.00       | 4 480,00   | 2 575,00        | 2 673,61         | -0,247      | -246 378 238,60                             |
| OSPX0318P-2             | S&P 500 P 1803 2425.00       | -4 480,00  | 2 425,00        | 2 673,61         | -0,100      | 99 748 274,74                               |
| OSPX0318P-3             | S&P 500 P 1803 2420.00       | -3 586,00  | 2 420,00        | 2 673,61         | -0,097      | 77 447 855,76                               |
| OSPX0318P-4             | S&P 500 P 1803 2570.00       | 3 586,00   | 2 570,00        | 2 673,61         | -0,239      | -190 825 129,14                             |
| TOTAL EN VALEUR ABSOLUE |                              |            |                 |                  |             | 1 435 848 153,34                            |

# Rapport général des commissaires aux comptes

au 31 décembre 2017

## I. OPINION

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2017, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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

## II. FONDEMENT DE L'OPINION

### Référentiel d'audit

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

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

### Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance qui nous sont applicables, sur la période du 1<sup>er</sup> janvier 2017 à la date d'émission de notre rapport, et notamment nous n'avons pas fourni de services interdits par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes.

## III. JUSTIFICATION DES APPRÉCIATIONS

En application des dispositions des articles L. 823-9 et R. 823-7 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les appréciations suivantes qui, selon notre jugement professionnel, ont été les plus importantes pour l'audit des comptes annuels de l'exercice.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble et de la formation de notre opinion exprimée ci-avant. Nous n'exprimons pas d'opinion sur des éléments de ces comptes annuels pris isolément.

Comme il est précisé à la note I de l'annexe des comptes « Règles et méthodes comptables utilisées », les comptes sont établis selon les principes et méthodes comptables du plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis CNC n°2003-07 du 24 juin 2003 modifié par l'avis n°2008-10 du 5 juin 2008 relatif à la comptabilisation des instruments financiers du Fonds de Réserve pour les Retraites.

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

### Vérification du rapport de gestion et des autres documents adressés aux membres du Conseil de surveillance

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 du Directoire et dans les autres documents adressés aux membres du Conseil de surveillance sur la situation financière et les comptes annuels.

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

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

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

Les comptes annuels ont été arrêtés par le Directoire.

### Responsabilités des commissaires aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels

Il nous appartient d'établir un rapport sur les comptes annuels. Notre objectif est d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, sans toutefois garantir qu'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel permet de systématiquement détecter toute anomalie significative. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes prennent en se fondant sur ceux-ci.

Comme précisé par l'article L. 823-10-1 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion de l'Établissement.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, le commissaire aux comptes exerce son jugement professionnel tout au long de cet audit. En outre :

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant

d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;

- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la direction de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou

non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité de l'Etablissement à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier;

- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 9 mars 2018  
**Les commissaires aux comptes**

Grant Thornton  
 Membre français de Grant Thornton  
 International

Mazars






Hervé Grondin  
 Associé

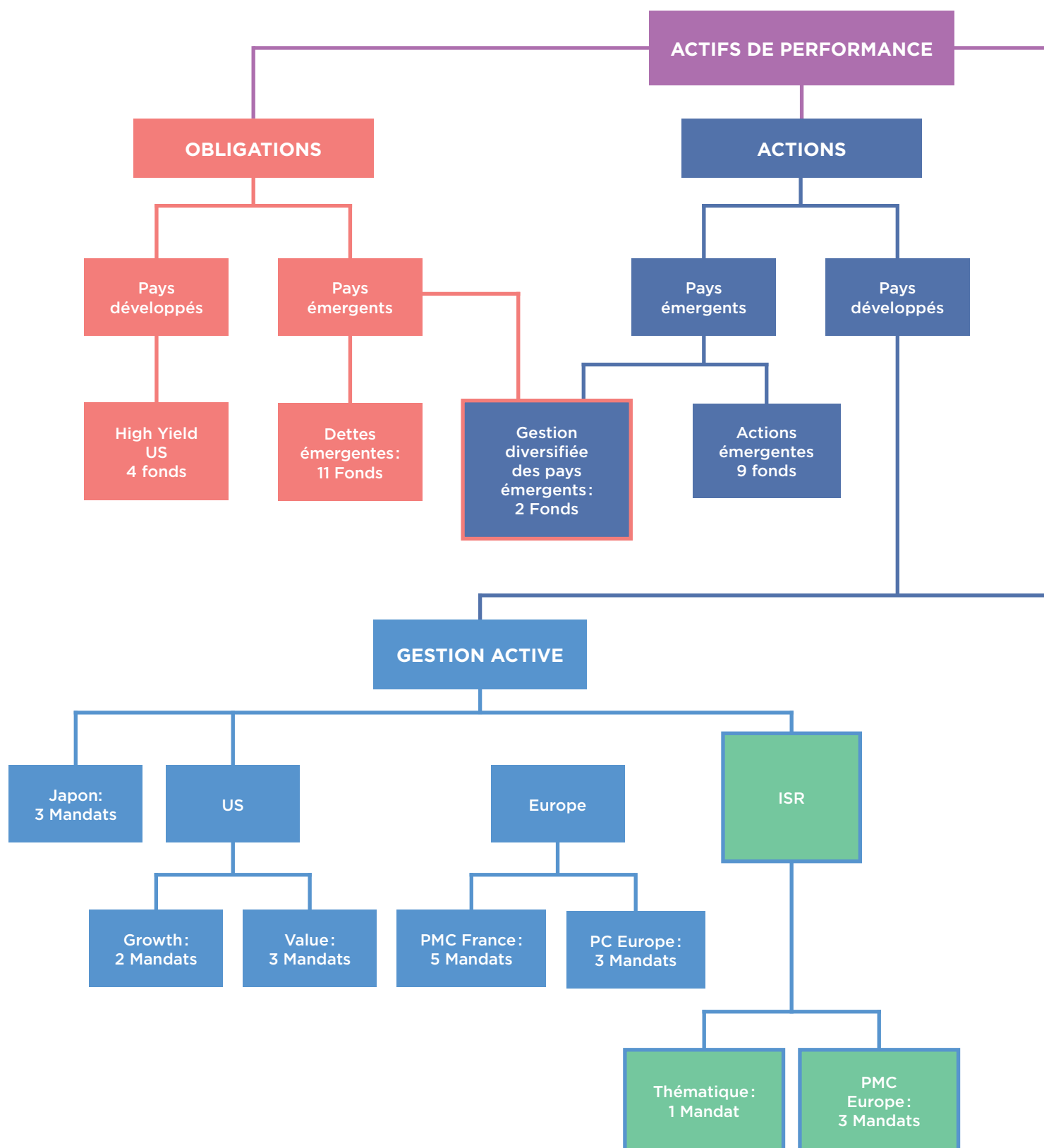
Brigitte Vaira-Bettencourt  
 Associée

Gilles Dunand-Roux  
 Associé

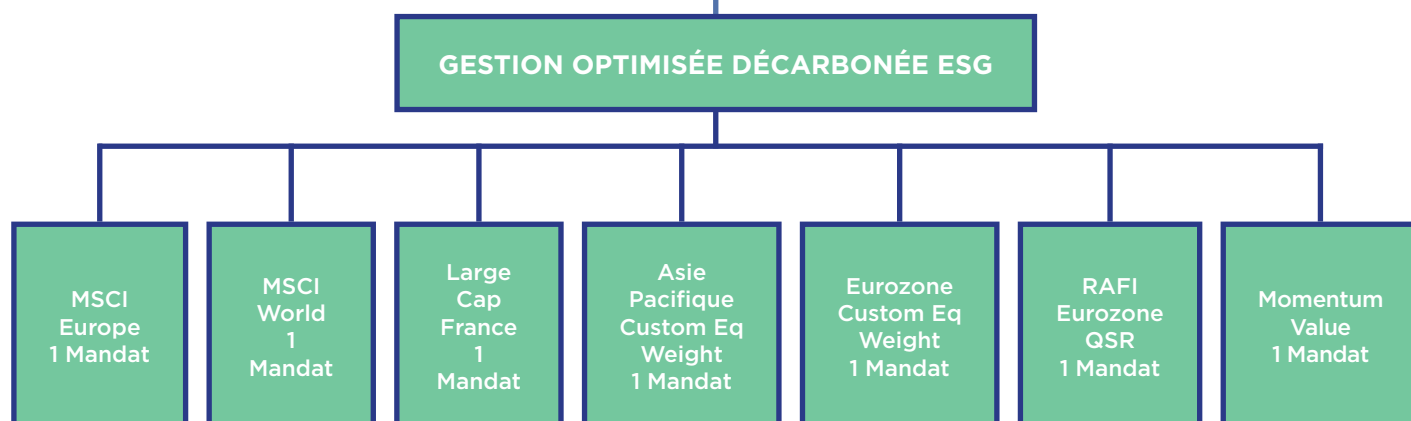
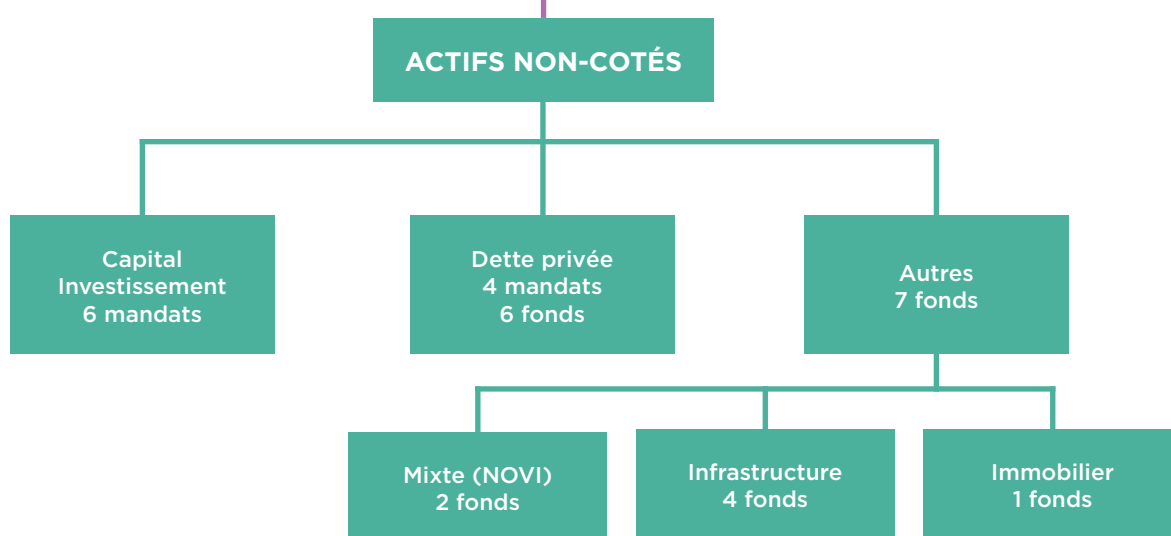
Pierre Masiéri  
 Associé

# Cartographie des actifs de performance

au 31/12/17  
(Investissements physiques)



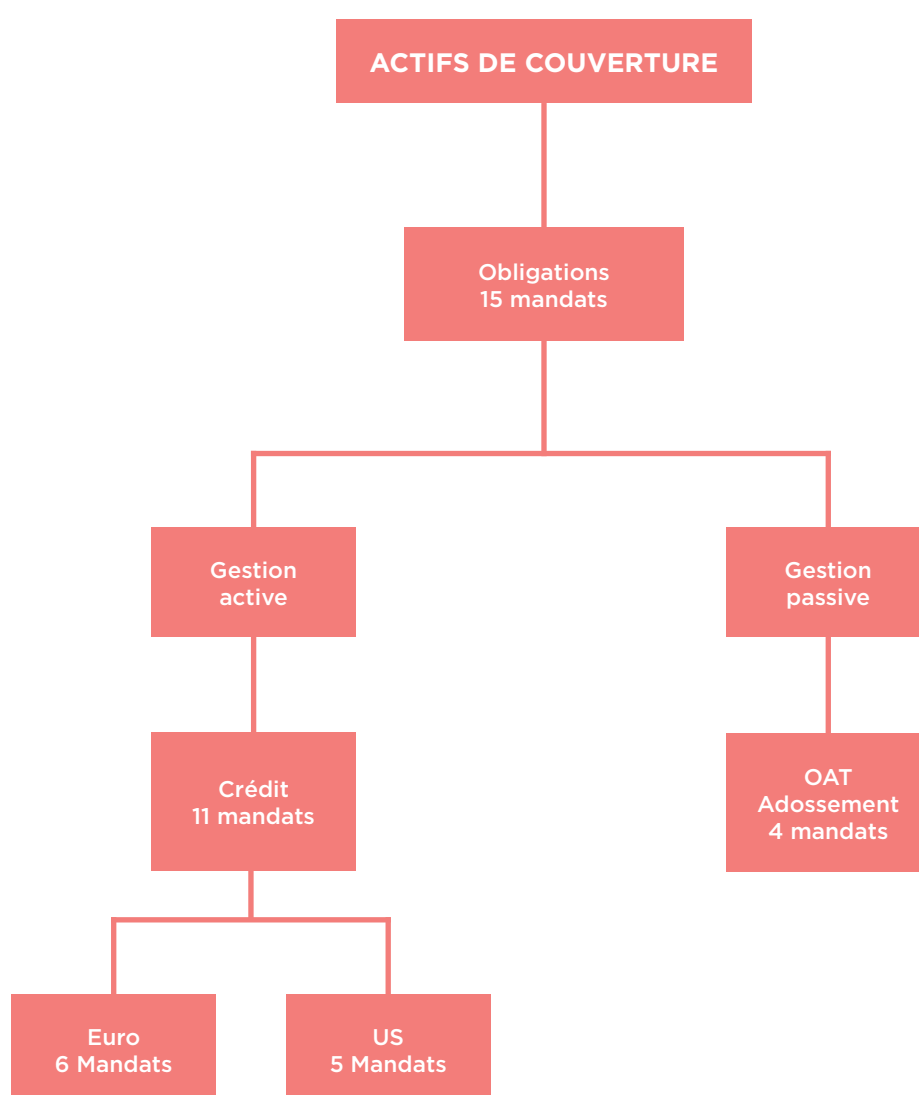




**INVESTISSEMENTS ESG**

# Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie

au 31/12/17





# Sociétés gestionnaires du FRR au 31 décembre 2017

## 2005FRR05

### PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

## 2010FRR05

### MANDATS DE GESTION PASSIVE - LOT 1 - GESTION D'ADOSSEMENT DE FLUX

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

## 2011FRR07

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 1 - ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS THÉMATIQUES

- BNP Paribas Asset Management

## 2011FRR07

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS ISR-ACTIONS EUROPE : NOUVELLE CROISSANCE DURABLE

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

## 2012FRR03

### GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

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

## 2013FRR01

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

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

## 2013FRR01

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

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

## 2013FRR02

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 1 - ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - VALUE

- Brightsphere Investment Group
- Robeco Institutional Asset Management B.V.
- Wells Fargo Securities International Limited

## 2013FRR02

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - GROWTH

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

## 2013FRR05

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - ACTIONS JAPONAISES

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

**2014FRR03****MANDATS DE GESTION - OVERLAY**

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

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

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

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

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

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

- Trade Analytics (UK) Limited

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

- Vigeo SAS

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

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

**2016FRR02****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES - LOT 1 - Placements privés**

- BNP Paribas Asset Management
- Schelcher Prince Gestion

**2016FRR02****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES - LOT 2 - dettes d'acquisition**

- Idinvest Partners
- Lyxor International Asset Management

**2017FRR01****PRESTATION D'ANALYSE ET MESURE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR**

- S&P Trucost (UK) Limited

# Sociétés gestionnaires du FRR au 31 mai 2018

## 2005FRR05

### PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

## 2011FRR07

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 1 - ACTIONS ISR-MANDATS DE FONDS COLLECTIFS THÉMATIQUES

- BNP Paribas Asset Management

## 2013FRR01

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

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

## 2013FRR01

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

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

## 2013FRR02

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 1 - ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - VALUE

- Brightsphere Investment Group
- Robeco Institutional Asset Management B.V.
- Wells Fargo Securities International Limited

## 2013FRR02

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DES ÉTATS-UNIS - GROWTH

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

## 2013FRR05

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - ACTIONS JAPONAISES

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

## 2014FRR03

### MANDATS DE GESTION - OVERLAY

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

## 2015FRR01

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES - LOT 1 - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN EUROS

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

## 2015FRR01

### MANDATS DE GESTION ACTIVE - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES - LOT 2 - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ÉMISES EN US DOLLARS

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

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

- Trade Analytics (UK) Limited

**2016FRR04****PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES  
EXTRAFINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU  
FRR**

- Vigeo SAS

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

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

**2016FRR02****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - DETTES  
PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES -  
LOT 1 - PLACEMENTS PRIVÉS**

- BNP Paribas Asset Management
- Schelcher Prince Gestion

**2016FRR02****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - DETTES  
PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES -  
LOT 2- DETTES D'ACQUISITION**

- Idinvest Partners
- Lyxor International Asset Management

**2016FRR03****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS -  
SÉLECTION DE FONDS DE CAPITAL  
INVESTISSEMENT**

- Ardian
- Swen Capital Partners
- LGT Capital Partners

**2016FRR05****MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - CAPITAL  
INNOVATION FRANCE**

- Idinvest
- Truffle Capital
- Omnes Capital

**2017FRR01****PRESTATION D'ANALYSE ET MESURE DE  
L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU  
PORTEFEUILLE DU FRR**

- S&P Trucost (UK) Limited

**2017FRR02****MANDATS DE GESTION - ADOSSEMENT  
OAT**

- AXA Investment Managers
- Amundi

**2017FRR05****GESTION DES OPERATIONS DE  
TRANSITION**

- Blackrock Advisors (UK) Ltd
- Russell Implementation Services Ltd

# Appels d'offres en cours

au 31 mai 2018

**2018FRR01****SELECTION DE PRESTATAIRES DE  
SERVICES JURIDIQUES****2018FRR02****MANDATS DE GESTION ACTIVE  
RESPONSABLE: PETITES ET MOYENNES  
CAPITALISATIONS EUROPEENNES ET  
FRANÇAISES****2018FRR03****MANDATS DE FONDS DEDIES « CAPITAL  
DEVELOPPEMENT FRANCE »**



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