L'INVESTISSEMENT DURABLE,

UN INTÉRÊT PUBLIC

RAPPORT ANNUEL 2020

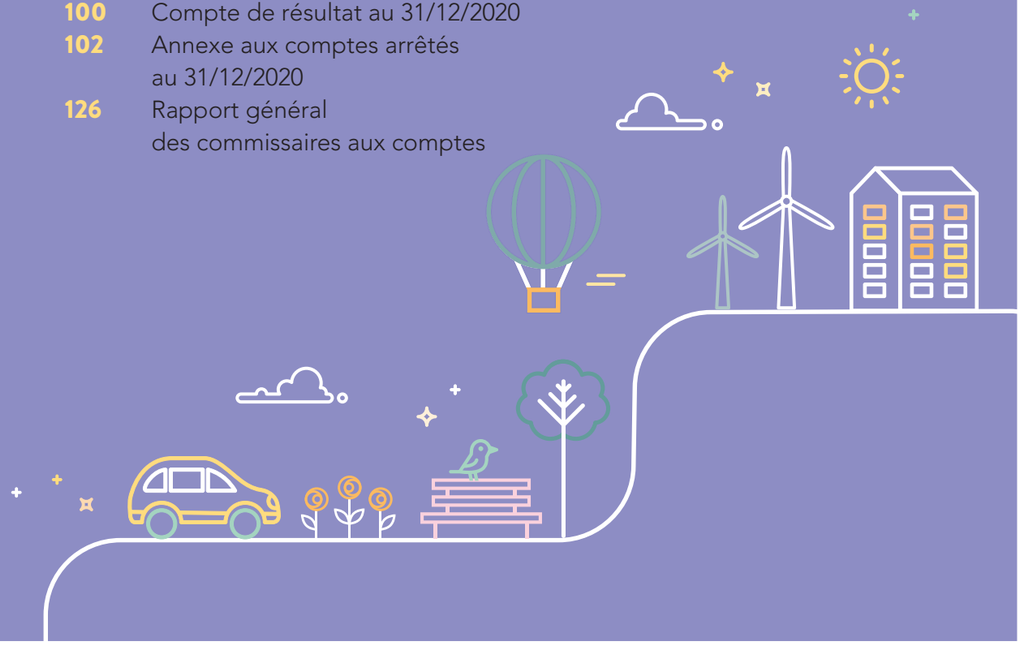
FRR
FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES

SOMMAIRE

03 Le mot de la présidente du Conseil de surveillance
05 Le mot du Directoire
08 Chiffres clés
10 Le FRR dans son environnement économique
20 Un portefeuille diversifié pour maîtriser les risques
30 La responsabilité au cœur de la gestion financière du FRR
52 L'impact du FRR sur son éco-système
58 Gestion et maîtrise des risques
68 Organisation et coûts
71 Gouvernance du FRR
77 Cartographie du portefeuille
84 Prestataires du FRR
88 Les engagements internationaux et engagements collaboratifs du FRR

96 ÉLÉMENTS FINANCIERS

97 Synthèse financière et comptable
98 Bilan au 31/12/2020
100 Compte de résultat au 31/12/2020
102 Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2020
126 Rapport général des commissaires aux comptes



SANDRINE LEMERY
Présidente du conseil de surveillance

LE MOT DE LA PRÉSIDENTE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

2020 : du projet de fonds de réserve universel à la participation au sauvetage des comptes sociaux lors de la crise Covid

2020 est ma première année comme présidente du conseil de surveillance du Fonds de réserve pour les retraites. Nommée fin décembre 2019, je remercie Jean-Louis Beffa et Pierre-Yves Chanu, vice-présidents du conseil qui ont présidé ce conseil par intérim depuis fin 2017. Je suis contente de contribuer à mon tour au système de retraite public français.

L'année 2020 a été inévitablement marquée par la crise Covid, à la fois structurellement et opérationnellement pour le Fonds.

Le début de l'année s'ouvrait pour le Fonds avec 33,6 milliards d'euros d'actifs investis à 50 % en actifs de performance, un surplus de 17,6 milliards d'euros après paiement du passif (fonds propres) et une rentabilité de près de 10 % en 2019.

Le début de l'année s'ouvrait pour le Fonds avec 33,6 milliards d'euros d'actifs investis à 50 % en actifs de performance, un surplus de 17,6 milliards d'euros après paiement du passif (fonds propres) et une rentabilité de près de 10 % en 2019. Surtout, l'année s'ouvrait avec la confirmation de la possibilité de gérer les actifs avec un horizon plus long que l'horizon implicite de 2024, fixé précédemment, et la perspective de se transformer, dans le cadre de la réforme des retraites, en Fonds de réserve universel pour les retraites. Le premier conseil de surveillance de l'année 2020, traditionnellement consacré à l'approbation des comptes, s'était tenu le 12 mars. Il avait d'ailleurs décidé d'attendre les conclusions de la conférence de financement des retraites prévue en avril pour mieux anticiper les engagements du Fonds. Et il avait repoussé d'avril à juin le deuxième conseil de l'année destiné à fixer l'allocation stratégique d'investissement.

À la suite de la crise Covid, le gouvernement a décidé en mai 2020 que le Fonds serait à nouveau appelé pour apurer le déficit des comptes sociaux dans le cadre de la loi pour la dette sociale et l'autonomie pour un montant aussi élevé que possible. L'actif et les engagements du Fonds en ont été transformés radicalement. 5 milliards d'actifs ont dû être vendus entre juin et début juillet pour rembourser la dette dite « soulte CNIEG » envers la CNAV. Une dette de 13 milliards sous forme de versements supplémentaires envers la CADES jusqu'en 2033 a par ailleurs été ajoutée au passif du fonds. Le surplus du fonds est alors descendu à 2,5 milliards pour 24 milliards d'actifs.

Lors de sa deuxième séance de 2020 en juillet, le conseil a pris, en connaissance de cause, et à l'unanimité comme usuellement, la décision de choisir la nouvelle allocation stratégique à 54 % en actifs de performance, afin de maximiser le surplus du fonds à horizon 2033, en limitant au mieux le risque. Ce faisant, le conseil était tout à fait conscient de la probabilité, certes très faible mais non nulle, que le fonds ne soit pas capable d'honorer entièrement le dernier paiement de 2033 vis-à-vis de la CADES (la rédaction de la loi prévoit de payer dans la limite des actifs du fonds). Le conseil était également averti de la possibilité, plus importante celle-là, que le Fonds se retrouve en actif net négatif en 2021 en cas de retournement des marchés.

Malgré la diminution de sa capacité financière, le Fonds peut continuer à jouer son rôle d'investisseur institutionnel dans l'économie, et notamment mener à bien le programme d'investissement dans le non coté français décidé précédemment, aux côtés des autres investisseurs institutionnels.

Ce dernier risque ne s'est pas réalisé, bien au contraire, avec notamment la remontée des marchés en fin d'année liée à la découverte d'un vaccin contre la Covid. Le Fonds a ainsi pu enregistrer une performance de 1 % sur l'année, soit une performance moyenne de 4,6 % depuis 2010, très au-dessus des taux sans risque.

Malgré la diminution de sa capacité financière, le Fonds peut continuer à jouer son rôle d'investisseur institutionnel dans l'économie, et notamment mener à bien le programme d'investissement dans le non coté français décidé précédemment, aux côtés des autres investisseurs institutionnels. L'année 2020 a par ailleurs montré que la stratégie d'investissement socialement responsable du Fonds était non seulement responsable à long terme mais payante à court terme.

Pour conclure, je remercie les membres du conseil de surveillance, parlementaires, partenaires sociaux, représentants des administrations, et personnalités qualifiées, qui ont su, cette année comme les précédentes, parvenir à des décisions unanimes, sur des sujets difficiles. Et je salue le directoire et les équipes du Fonds : ils se sont mobilisés dans le contexte difficile de la pandémie et du télétravail, pour mener à bien non seulement les opérations habituelles du Fonds mais également des ventes massives d'actif et l'élaboration d'une nouvelle allocation stratégique dans le nouveau cadre d'actif-passif du Fonds. La gouvernance et les équipes du Fonds ont su faire la preuve de la résilience de ce modèle.

ÉRIC LOMBARD
Président du Directoire

YVES CHEVALIER
Membre du Directoire

OLIVIER ROUSSEAU
Membre du Directoire

LE MOT DU DIRECTOIRE

2020, l'année de la Covid, pour le FRR aussi

L'année 2020 tout entière a été dominée par la pandémie de la Covid-19 et l'extraordinaire réaction des gouvernements et des banques centrales.

Des plans de soutien monétaire et budgétaire massifs auront mis fin à la déroute des marchés, après un plongeon des bourses mondiales d'un tiers en l'espace de seulement quatre semaines jusqu'au 23 mars. Ces mesures de soutien des autorités publiques ont initié un rebond d'une vigueur et d'une rapidité également sans précédent.

L'année 2020 s'est ainsi achevée sur une forte baisse des taux d'intérêt, surtout aux États-Unis où la FED a ramené son taux directeur à 0,25 % et où le taux de l'emprunt d'État à 10 ans s'est replié à 0,8 %.

La crise sanitaire du Covid et ses immenses conséquences économiques, financières, sociales et humaines ont évidemment affecté le FRR.

Reflétant en cela les différences de composition sectorielles, les indices boursiers américains affichent la plus forte hausse (17 %), suivis par les actions des pays émergents et du Japon tandis que les indices de la zone euro (- 0,2 %) et du Royaume-Uni ferment la marche.

Portées par le fort repli des taux d'intérêt américains et l'accélération de la numérisation de l'économie causée par les confinements et la distanciation sociale les valeurs de croissance ont en effet affiché de formidables performances, au contraire des valeurs dites décotées (value) malgré la rotation sectorielle qui s'est amorcée en novembre.

La crise sanitaire du Covid et ses immenses conséquences économiques, financières, sociales et humaines ont évidemment affecté le FRR.

L'année se termine sur un recul de l'actif total de 7,3 milliards. Ce recul est imputable à l'ampleur exceptionnelle des retraits qui ont été effectués en cours d'année. Ces retraits, qui ont représenté un total de 7,1 milliards d'euros, sont de surcroît intervenus à des moments peu favorables dans le cycle de reprise des marchés. Cela explique que la diminution de l'actif ait atteint 7,3 milliards d'euros. La remontée des marchés s'est en effet poursuivie, après le paiement du coupon annuel à la CADES de 2,1 milliards le 25 avril et après le paiement à la CNAV de la soulte CNIEG de 5 milliards le 31 juillet, sur la base d'un actif en forte diminution.

La performance de gestion, calculée précisément pour corriger l'impact du calendrier des retraits, est positive (+1,01 %). Elle a toutefois été également affectée par le biais prudent avec lequel les actifs du FRR ont été gérés face à la perspective de prélèvements exceptionnels et par les contraintes opérationnelles qui en ont résulté.

Dans ce contexte bouleversé, la performance positive de l'année illustre la résilience de son portefeuille majoritairement investi en actifs de performance. Au pire du stress des marchés fin mars 2020, il limitait en effet son recul à 17 %. Depuis le 1er janvier 2011, les actifs de performance ont enregistré une performance cumulée de +89,1 % et les actifs de couverture de +33,7 %.

Le FRR a dû affronter trois grands défis en 2020.

Le premier, opérationnel, avec le confinement de mars à mai et le passage obligatoire au travail à distance pour l'ensemble des équipes, a été relevé dans des conditions satisfaisantes sans altération notable des conditions de fonctionnement. Quelques retards dans la réalisation de due diligences pour le renouvellement de mandats et le remplacement de certaines visites par des réunions en format virtuel sont toutefois à relever mais, malgré ces événements, les équipes ont su maintenir la qualité de leur travail.

Le troisième défi, souhaité par le FRR celui-là, a été une nouvelle et très forte contribution au financement de l'économie française.

Le deuxième défi, sur le portefeuille lui-même, a résulté de la décision des pouvoirs publics d'appeler le montant de la soulte CNIEG que le FRR gérait pour le compte de la CNAV depuis 2005 et d'accroître le passif du FRR en lui rajoutant neuf annuités de 1,45 milliard entre 2025 et 2033, ce qui réduisait son surplus à 2,5 milliards.

Les équipes ont ainsi dû organiser rapidement des ventes d'actifs dans des conditions de liquidité parfois encore perfectibles pour assurer le règlement de 5 milliards à la CNAV et construire une deuxième allocation stratégique en réponse à l'alourdissement et l'allongement à 2033 du passif.

Le troisième défi, souhaité par le FRR celui-là, a été une nouvelle et très forte contribution au financement de l'économie française.

Cette contribution au financement de l'économie française sera d'autant plus utile pour aider à surmonter les conséquences de la crise de la Covid-19 qu'elle intervient essentiellement par des investissements en fonds propres et quasi-fonds propres.

Le FRR a ainsi puissamment renforcé sa contribution au financement de l'économie française en vertu de deux décisions des pouvoirs publics. Il a été tout d'abord décidé d'allouer une enveloppe supplémentaire de 750 millions d'euros dans des actifs non cotés, principalement en capital investissement mais aussi en infrastructures dédiées à la transition énergétique. Dans le cadre du développement du secteur de la technologie (initiative Tibi), le FRR s'est également engagé à investir 250 millions en capital croissance.

Les équipes du FRR ont ainsi été extrêmement actives dans la sélection de supports d'investissement pour remplir les engagements ci-dessus et au total l'enveloppe de 750 millions était engagée à hauteur de 530 millions à fin 2020 dont 330 millions sur 8 fonds collectifs fermés et 200 millions en ré-abondement de mandats de capital innovation et capital croissance.

Au titre de l'initiative Tibi le FRR a déjà souscrit à 4 fonds fermés de capital croissance pour 175 millions et investira dans des actions cotées global tech à hauteur de 250 millions en 2021.

Enfin en 2020 le FRR a renforcé ses exigences en matière ESG dans tous les nouveaux mandats attribués et a actualisé sa politique d'investisseur responsable.

Dans cette perspective, le FRR a résolument poursuivi sa politique de décarbonation de son portefeuille et d'adaptation à la transition énergétique et climatique avec de nouveaux investissements en fonds d'infrastructures durables. Le portefeuille d'actions émet quant à lui 33 % de moins d'équivalent CO_2 par million de chiffre d'affaires que les entreprises de son benchmark. Le portefeuille dans son ensemble progresse dans son alignement sur une trajectoire 2 degrés.

Le portefeuille d'actions émet quant à lui 33 % de moins d'équivalent CO_2 par million de chiffre d'affaires que les entreprises de son benchmark.

Après une année 2020 et un premier trimestre 2021 très riches en sélection de fonds fermés, l'année 2021 sera largement consacrée au renouvellement de mandats d'obligations d'entreprises de qualité et à haut rendement en euros ainsi qu'au lancement d'un appel d'offres de réplication d'indices actions pour une gestion responsable cohérente avec l'Accord de Paris, d'un appel d'offres pour le renouvellement des mandats d'obligations d'entreprises de qualité et haut rendement en dollars et à l'investissement en actions cotées global tech en vertu de l'engagement du FRR au titre de l'initiative Tibi.

Tous ces mandats, ainsi qu'il est bien établi depuis plusieurs années, comporteront un haut degré d'exigence en matière ESG et devront intégrer les derniers développements de la politique d'investisseur responsable du FRR.

CHIFFRES CLÉS

+26,3

MILLIARDS D'EUROS

Montant des actifs du FRR au 31/12/2020

1,01 %

Performance 2020 nette de frais

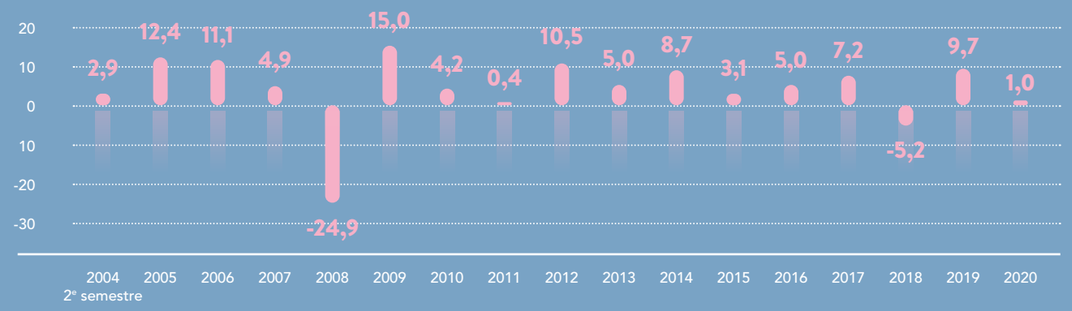
+3,9 %

Performance annualisée de l'actif depuis juin 2004

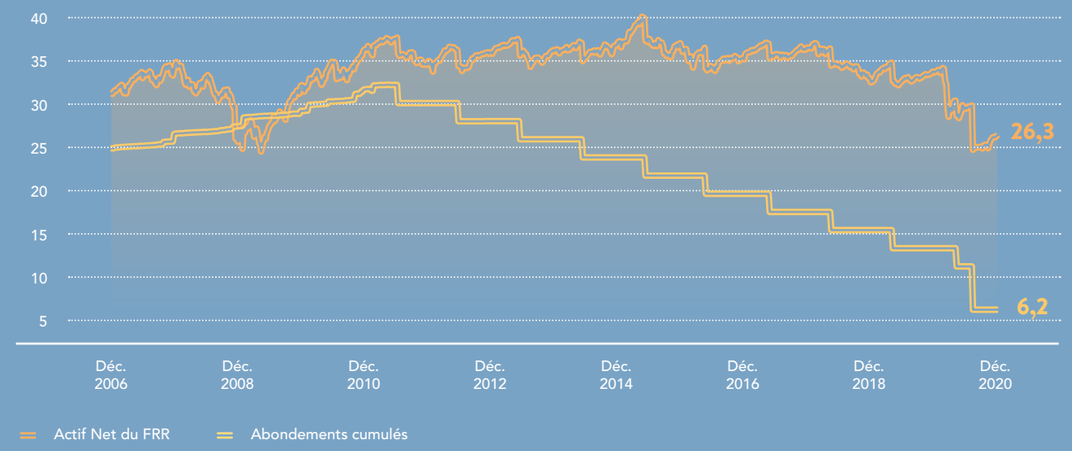
+4,49 %

Performance annualisée de l'actif depuis décembre 2010[1]

PERFORMANCE ANNUELLE NETTE DU FRR (EN %)



ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR AU 31/12/2020 (EN MILLIARDS D'EUROS)



1. Depuis l'entrée en vigueur de la réforme des retraites de 2010, le modèle financier du FRR a substantiellement changé :
   – le FRR ne perçoit plus de recettes (1,5 à 2 milliards d'euros par an jusqu'en 2010) ;
   – le FRR verse 2,1 milliards d'euros chaque année à la CADES ;
   – le FRR a dû verser fin juillet 2020 la soulte CNIEG (5 Mds €).

1

LE FRR DANS SON ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

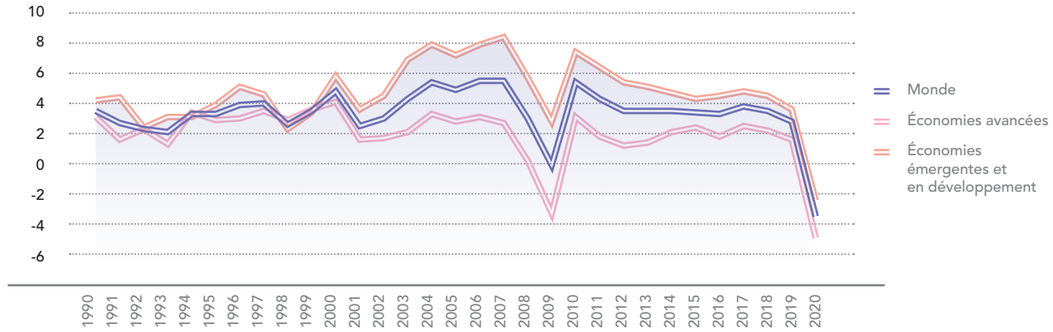
BILAN ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

L'épidémie de la Covid-19 a durement marqué l'année 2020

L'épidémie de la Covid-19 qui s'est déclarée en Chine début 2020 est à l'origine d'une crise sanitaire sans précédent, causant 1,8 million de décès dans le monde l'an dernier sur plus de 82 millions d'individus infectés. Pour toutes les économies où les mesures de distanciation sociale ont été nécessaires, la mise à l'arrêt brutale de nombreux secteurs d'activité et les perturbations des chaînes de production ont conduit à une chute historique de l'activité. Ainsi, après un ralentissement déjà marqué de la croissance en 2019 (+2,8 % après +3,5 % en 2018), l'économie mondiale a connu un recul de l'activité de -3,5 % en 2020, d'après les dernières estimations du FMI. La récession a été moins prononcée dans les économies émergentes (-2,5 % après +3,6 % en 2019) que dans les économies avancées (-4,9 % après +1,6 %), du fait du rebond rapide et vigoureux de l'économie chinoise. À la fin de l'année 2020, le contexte reste marqué par de fortes incertitudes liées à de nouvelles vagues d'infections et à la propagation de nouveaux variants du virus. Toutefois, les perspectives d'une amélioration de l'activité mondiale sont portées par l'espoir que la pandémie se résorbe grâce aux vaccins tandis que la demande continuerait de bénéficier du soutien de politiques monétaires accommodantes et de politiques budgétaires expansionnistes dans les principales grandes économies.

En 2020, les performances contrastées des économies peuvent être reliées à leur gestion plus ou moins efficace de la crise sanitaire, aux politiques économiques mises en œuvre et à leur exposition sectorielle. En effet, le secteur manufacturier mondial a connu une reprise plus rapide que le secteur des services où la demande est restée contrainte par les restrictions sanitaires. Le secteur manufacturier a bénéficié en outre de la résilience du pouvoir d'achat des ménages permise par la montée en charge des transferts sociaux contenue dans les plans de soutien des économies avancées.

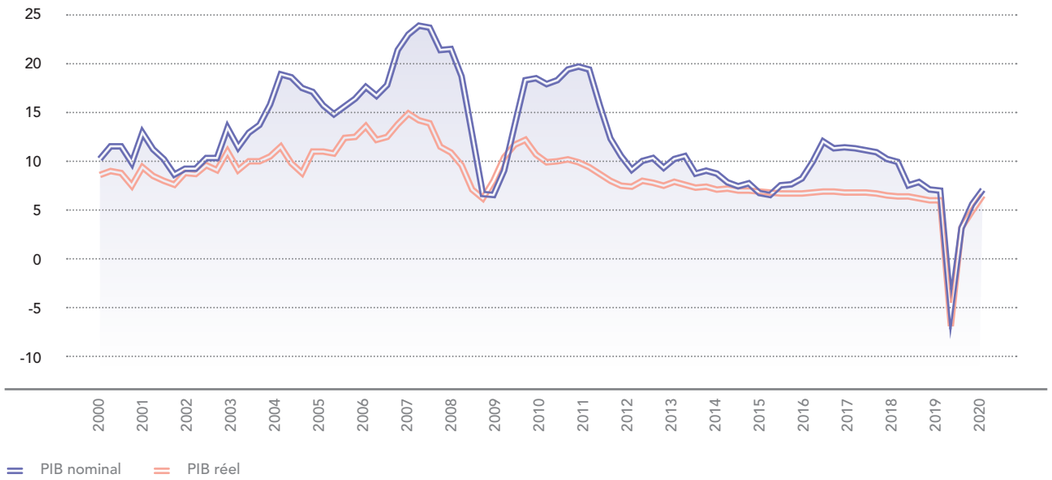
CROISSANCE ANNUELLE DU PIB : MONDE, ÉCONOMIES AVANCÉES ET ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET EN DÉVELOPPEMENT (EN %) – Source : FMI

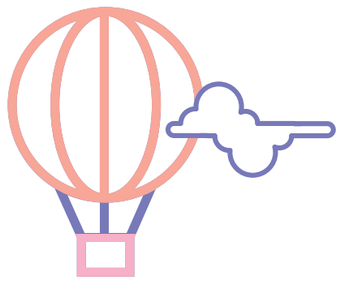


Des situations et des réponses disparates : le cas de la Chine

En Chine, le choc économique lié à l'épidémie de la Covid-19 et aux mesures de confinement associées a provoqué une contraction du PIB de -9,7 % au 1er trimestre 2020 (-6,8 % en glissement annuel). La maîtrise de la situation sanitaire dès le mois de mars a donné lieu à un vif redémarrage de l'activité permettant à l'économie de retrouver son niveau d'avant crise au 2e trimestre, avec une croissance du PIB de +11,6 % (+3,2 % en glissement annuel). L'activité a crû à nouveau de +3,0 % au 3e trimestre, puis de +2,6 % au 4e trimestre. Le rebond rapide de la production industrielle a été principalement soutenu par une relance des dépenses d'infrastructures financée par un accroissement des émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux, ainsi que par des exportations manufacturières dynamiques (produits sanitaires, produits électroniques et mécaniques), tandis que la consommation des ménages a connu un redémarrage plus difficile. Au total, la Chine affiche une croissance de +2,3 % en 2020 contre +6,0 % en 2019.

CHINE : CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN %) – Source : National Bureau of Statistics of China



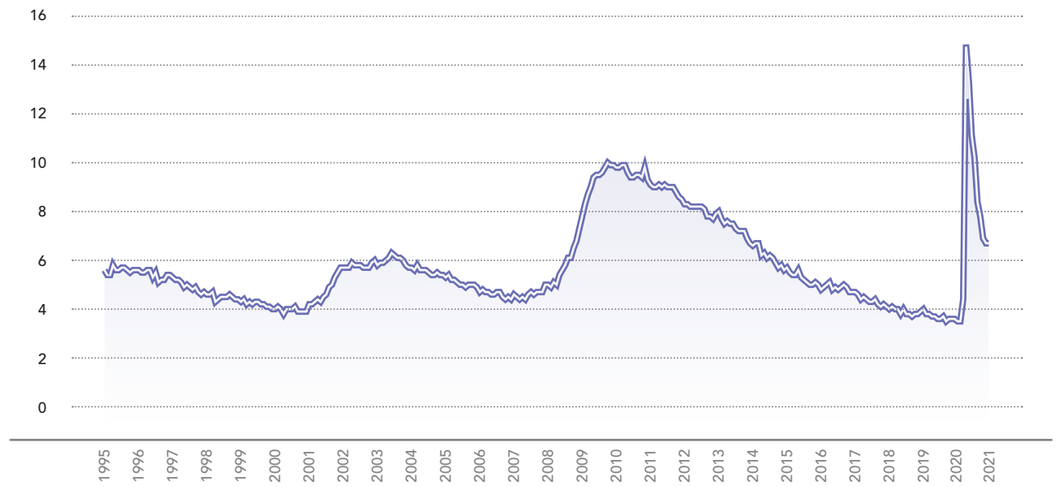


Des situations et des réponses disparates : le cas des États-Unis

Aux États-Unis, l'entrée en vigueur des mesures de restriction à partir de la mi-mars a entraîné un recul du PIB de -1,3 % au 1er trimestre, puis de -9,0 % au 2e trimestre. La reprise qui a suivi la sortie de confinement a surpris par sa vigueur alors que le pays subissait une 2e vague d'épidémie à l'été. Le PIB a ainsi enregistré un rebond de +7,5 % au 3e trimestre tandis que le taux de chômage, qui était monté à 14,8 % en avril 2020, est redescendu à 6,9 % en octobre sous l'effet des réembauches de travailleurs mis au chômage temporaire. Dans un contexte de résurgence de l'épidémie, la reprise s'est toutefois affaiblie en fin d'année, le PIB ne progressant qu'au rythme de +1,0 % au 4e trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2020, la récession de la Covid-19 s'est traduite par une contraction de l'économie américaine de - 3,5 % et une hausse de 3 points du taux de chômage, lequel a terminé l'année à 6,7 %.

La Réserve Fédérale (Fed) et le gouvernement américain ont mis en œuvre des moyens sans précédent pour aider l'économie à surmonter le choc de la crise sanitaire. En mars 2020, le Congrès a adopté un plan de soutien de 2,3 trillions de dollars (près de 11 % du PIB de 2019), le « Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act », auquel a été ajouté ensuite un montant additionnel de 484 milliards de dollars. En décembre 2020, un accord bipartisan a été trouvé pour adopter un nouveau plan de soutien de 900 milliards de dollars (4 % du PIB). De son côté, la Fed a mené une politique monétaire agressive avec des taux d'intérêt ramenés au plancher de 0 % dès la mi-mars et un programme d'achats sans limite de titres de dette publique et de titres adossés à des créances hypothécaires. En 2020, le bilan de la banque centrale s'est accru de plus de 3 trillions de dollars pour atteindre les 7,4 trillions de dollars (33,5 % du PIB) en fin d'année. La Fed a également soutenu le crédit aux entreprises et aux ménages ainsi que le financement des collectivités locales à travers différents programmes menés conjointement avec le Trésor américain et dotés d'une capacité d'intervention de 2,3 trillions de dollars.

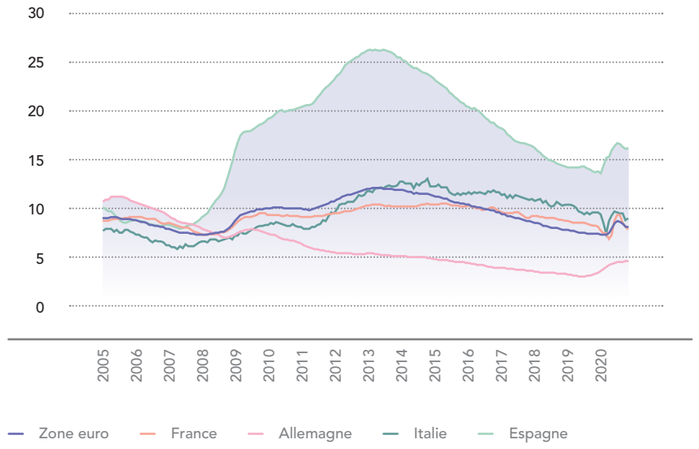
ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE (EN %) – Source : U.S. Bureau of Labor Statistics



Des situations et des réponses disparates : le cas de la zone euro

En zone euro, où la 1re vague de l'épidémie et les mesures de confinement ont été plus sévères qu'aux États-Unis, l'activité a chuté de -11,6 % au 2e trimestre, après -3,8 % au 1er trimestre 2020. Le recul a été particulièrement marqué en Espagne, du fait du poids des services touristiques, et moindre en Allemagne où l'épidémie a été moins virulente. Au 3e trimestre, dans un contexte de déconfinement, l'économie de la zone euro a enregistré un rebond de +12,5 % mais qui n'a pu se confirmer au trimestre suivant face à un regain de l'épidémie et un durcissement des mesures de restriction sanitaire. Néanmoins, le caractère plus ciblé de ces dernières et la capacité d'adaptation des activités économiques au contexte sanitaire ont contribué à limiter la contraction de l'activité à -0,7 % au 4e trimestre. Au total, le PIB de la zone euro a connu un repli de -6,6 % en moyenne annuelle en 2020 (après +1,3 % en 2019).

TAUX DE CHÔMAGE DES PRINCIPALES ÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO (EN %) – Source : Eurostat



Les gouvernements de la zone euro ont adopté des plans de soutien déclinés sous la forme de dispositifs de chômage partiel ou de chômage technique, de report des charges fiscales et sociales, d'aides directes aux secteurs les plus touchés et de dispositifs de garanties publiques en faveur des entreprises. D'après les estimations du FMI, l'effort budgétaire mis en œuvre par les pays de la zone euro est toutefois moindre que celui des États-Unis (4,7 points de variation du solde budgétaire structurel en zone euro contre 8,1 points aux États-Unis). Le chômage partiel et le chômage technique ont été des instruments essentiels pour amortir l'impact de la crise économique, en préservant l'emploi et donc le revenu des ménages et en limitant la hausse des coûts salariaux des entreprises. Le taux de chômage de la zone euro n'a ainsi progressé que de 0,7 point au cours de l'année 2020 (8,1 % au mois de décembre).

La crise sanitaire a donné lieu à des progrès significatifs en matière de solidarité budgétaire européenne et de réponse économique commune, avec notamment un plan de soutien à court terme de 540 milliards d'euros (4,5 % du PIB de la zone euro) adopté par l'Eurogroup du 9 avril et un accord trouvé en juin sur un fonds de relance de 750 Md€ (NextGenerationEU) adossé au budget de l'Union Européenne. Des mesures conséquentes ont également été prises par la banque centrale européenne (BCE) qui s'est dotée d'un nouveau programme d'achat de titres publics et privés (Pandemic Emergency Purchase Programme) de 1 850 Md€ jusqu'à fin mars 2022. Pour soutenir le crédit à l'économie, la BCE a également décidé d'un assouplissement des conditions des opérations de refinancement à plus long terme des établissements bancaires (Targeted Longer-Term Refinancing Operations et Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations).

PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS DU FRR

Les actions terminent 2020 dans le vert, mais avec de fortes disparités

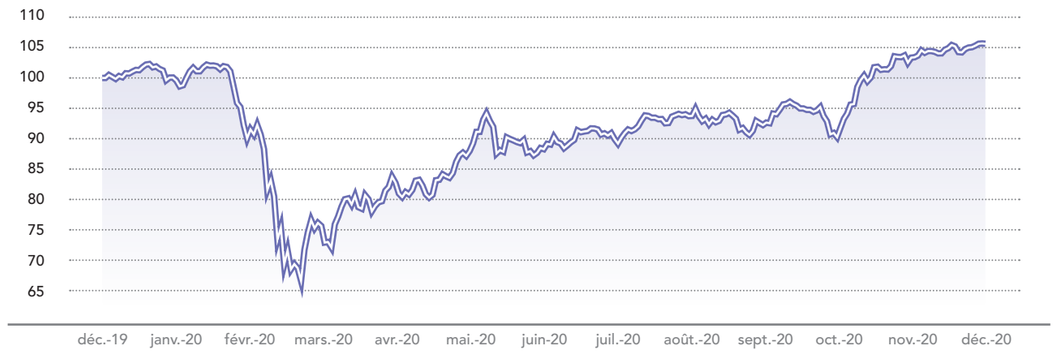
L'exposition aux actions a été la source principale de la progression des actifs de performance, car 2020 aura finalement été une année globalement positive avec une progression de l'indice monde d'environ 5 %, effaçant ainsi toute la perte subie en début d'année.

Après un bon début d'année dans la continuité du dernier trimestre 2019, la dissémination hors de Chine de la Covid-19 a entraîné une chute rapide et vertigineuse des cours boursiers à partir de mi-février. À la suite de l'arrêt d'une partie de l'activité économique et face à un risque sanitaire inédit dans l'histoire récente, les bourses ont baissé d'environ 35 % en seulement 5 semaines !

Cependant, les marchés actions ont fortement rebondi à partir de fin mars jusqu'à l'été, grâce au soutien sans précédent des banques centrales et des gouvernements et en anticipation d'un fort rebond de la croissance économique au second semestre. Ensuite, la réouverture de certains secteurs économiques, notamment l'industrie et la construction, des mesures de confinements beaucoup moins strictes et surtout l'espoir suscité par la mise au point de vaccins avec un taux d'efficacité très élevé ont permis de relancer la dynamique haussière des bourses depuis le mois de novembre.

Néanmoins cette hausse cache des disparités très importantes entre les pays et les secteurs d'activité. La bourse américaine, largement bénéficiaire des mesures de soutien d'ampleur de la banque centrale et du gouvernement, et très exposée aux secteurs de la technologie et de la santé, a nettement surperformé les autres marchés actions. Par exemple, l'indice Nasdaq 100, qui regroupe notamment les grandes sociétés technologiques américaines (Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet, Facebook, Tesla, Netflix), a enregistré une performance exceptionnelle de plus de 45 % en 2020. L'indice global d'Amérique du Nord a progressé de plus de 74 % depuis le pic de la crise sanitaire en mars et termine l'année 2020 à +16,8 %.

INDICE DES ACTIONS MONDE EN 2020 – Source : Bloomberg, MSCI, indice équipondéré entre les pays avancés en devises locales, base 100 le 31/12/2019



PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS SUR 2020

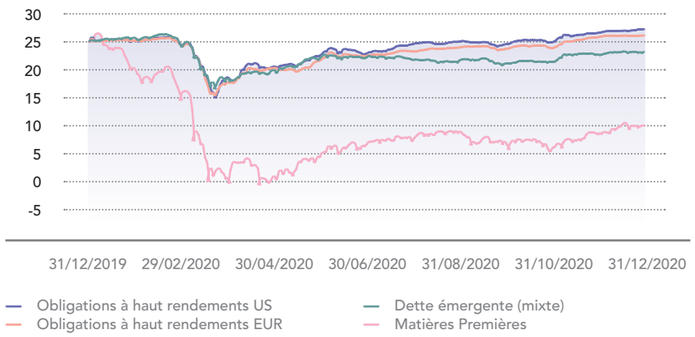
L'Europe, dont les indices boursiers sont davantage exposés aux secteurs cycliques, n'est pas parvenue à rattraper le retard subi au printemps et sa performance est restée légèrement négative en 2020, à -0,2 %. Les secteurs européens des voyages/loisirs, des banques et de l'énergie ont particulièrement souffert cette année avec des performances négatives allant de -15 % à -25 %. Enfin, les actions des pays émergents progressent de 8,5 % et les actions japonaises affichent une augmentation de près de 7 %.

Les actifs de rendement ont également rebondi après le pic de la crise

Les performances des actifs de rendement (obligations des pays émergents et à haut rendement) ont été contrastées en 2020.

Les obligations à haut rendement enregistrent des performances positives malgré les baisses importantes observées au printemps dernier dues aux hausses des primes de risque, néanmoins amoindries par les baisses des taux d'intérêt des obligations souveraines.

PERFORMANCE DES ACTIFS DE DIVERSIFICATION SUR 2020 (EN %)



Cependant, les primes de risque ont sensiblement baissé après le premier pic de la crise sanitaire (de 7,8 % à 3,5 % pour les émissions en euros et de 8,8 % à 3,6 % pour les émissions en dollars). Les obligations à haut rendement ont entretemps bénéficié d'un portage avantageux et de taux de faillite bas.

Les obligations des pays émergents en devises locales et en dollars ont bénéficié des baisses de taux dollars observées sur l'année, mais ces dernières y sont beaucoup plus sensibles car leur maturité moyenne est plus longue. Les émissions en dollars ont en revanche subi une hausse des primes de risque, de 2,8 % en janvier à plus de 3,2 % fin décembre. Par ailleurs, en 2020, la performance des devises des pays émergents contre euro a été très négative. Les variations les plus significatives proviennent du rouble russe (-24 %), du real brésilien (-29 %), du peso argentin (-42 %) et de la lire turque (-27 %).

Le FRR n'a plus aucune exposition aux matières premières depuis mi-2013, mais on notera encore leur extrême volatilité au cours de l'année.

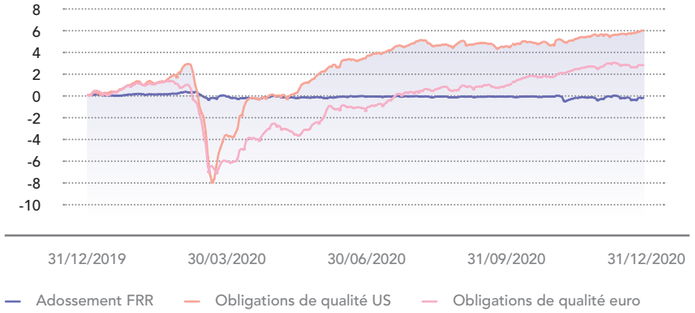
Les actifs obligataires de qualité ont bénéficié de la baisse des taux d'intérêt

Les taux 10 ans ont globalement baissé en 2020 : de 1,9 % à 0,9 % pour les taux américains (avec un minimum à 0,5 % fin juillet) et de 0,1 % à -0,3 % pour les taux français, impactant positivement la performance des obligations d'État et d'entreprises de qualité à duration élevée.

Les obligations d'entreprises de qualité libellées en euros et en dollars ont profité des baisses de taux et ont terminé l'année 2020 en hausse respectivement de 2,8 % et de 6 %. Elles ont en outre bénéficié des baisses massives de leurs primes de risque après le premier trimestre 2020 : de 2,4 % à 0,9 % pour celles libellées en euros et de 2,7 % à 1,0 % pour celles en dollars. La structure de l'adossement a évolué au cours de l'année pour refléter le nouveau passif du FRR. La classe d'actifs enregistre une performance de -0.3 %.

Compte tenu de la crise, le FRR a géré son portefeuille de façon flexible en 2020 : en effet, les incertitudes et le comportement des marchés ont conduit à adopter une attitude prudente sur les expositions, notamment sur les actions. Après avoir acquis 1 milliard d'euros d'actions zone euro après la baisse de février, le FRR a considéré après le premier rebond en mars que les risques de rechute étaient très importants, ce qui l'a conduit à revendre cette position et mettre en place une couverture importante, de l'ordre de 3 %, sur les actions. Le FRR a commencé à revenir sur le marché fin octobre. En ce qui concerne les taux, le portefeuille a été sous-exposé une partie de l'année en particulier à compter de juillet à la date d'effet du rallongement du passif, ce qui a été assez coûteux en raison de la baisse des taux obligataires et des taux gouvernementaux.

PERFORMANCE DES ACTIFS DE COUVERTURE SUR 2020 AU 31/12/2020 (EN %)



La mise en œuvre de l'allocation d'actifs a permis d'engranger 0,4 % de performance, grâce notamment aux gestions actives sur actions et obligations d'entreprises. En effet, elle peut se scinder dans les trois effets suivants :

- une contribution de -0,6 % du choix des indices de référence ;
- une contribution de +0,1 % des gestions de transition et overlay et autres effets résiduels ;
- une contribution de +0,9 % de la gestion des mandats et OPC.

La contribution de -0,6 % du choix des indices est principalement due à trois éléments :

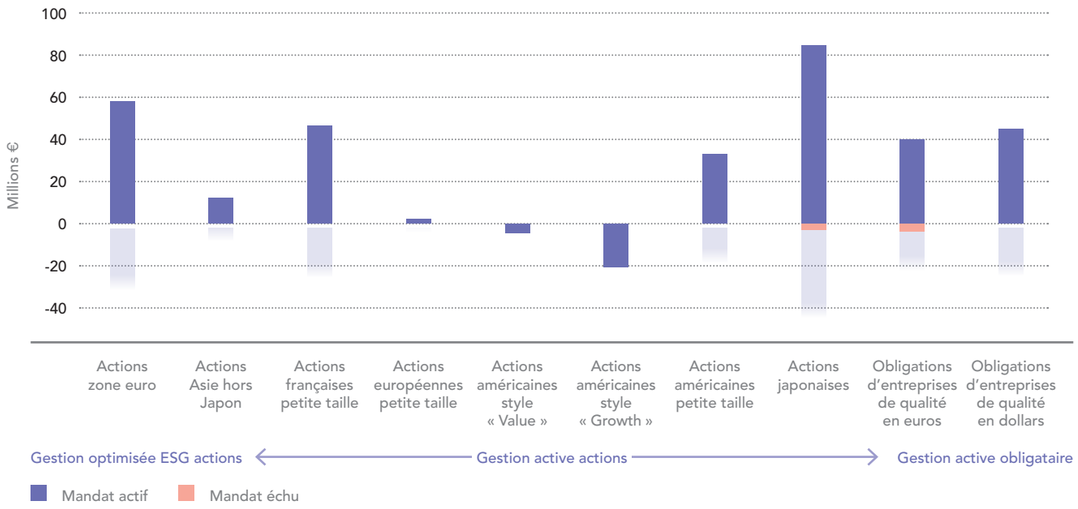
- la contribution de -0,3 % des indices smart beta sur la zone Euro, car le FRR est exposé au facteur « Value », qui a connu une mauvaise performance en 2020 ;
- la contribution de -0,2 % provenant du choix de privilégier des gestions actions américaines « Value » plutôt que « Growth » ;
- la « sous-performance » du non coté par rapport aux indices cotés de l'allocation stratégique (-0,1 %), mais cette sous-performance devrait être rattrapée durant les prochains mois car elle s'explique en grande partie par la structure du non coté (lissage des valorisations, valorisation trimestrielle, courbe en J…) et une valorisation prise à fin septembre avant la hausse des actions du dernier trimestre.

La contribution de +0,1 % de la gestion overlay provient de celle de la réplication des taux dollar en futures (+0,1 %), de la réplication de la couverture de change (-0,1 %) et de la gestion de la trésorerie (+0,1 %).

La gestion des mandats et OPC a contribué à la performance à hauteur de +0,9 % en 2020. La gestion des mandats a créé une valeur de 289 M€ due principalement à 3 types de gestions :

- les gestions actions optimisées ESG pour 71 M€ (60 M€ pour la zone euro et 11 M€ pour l'Asie) ;
- les gestions actives sur actions pour 138 M€ (notamment 82 M€ pour les actions japonaises, 46 M€ pour les actions françaises de petites capitalisations, 33 M€ pour les actions américaines de petites capitalisations et -20 M€ pour les actions américaines de style « Growth ») ;
- les gestions actives obligataires pour 80 M€ (36 M€ pour les obligations d'entreprises de qualité en euros et 45 M€ pour celles en dollars).

CRÉATION DE VALEUR DES MANDATS DU FRR EN 2020 (EN MILLIONS D'EUROS ?)



LA GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ À L'ÉPREUVE DE 2020

Le risque de liquidité est abordé par le FRR sous différents angles, afin de minimiser les coûts et de s'assurer que le FRR puisse effectuer un versement inopiné ou payer ses engagements jusqu'en 2033 même dans un scénario adverse, et ce sans subir une décote significative.

Le premier niveau concerné par le risque de liquidité est l'allocation d'actifs. Le FRR s'attache à se fixer une allocation stratégique très liquide pour pouvoir faire face en toutes circonstances au paiement de son passif. Ce travail est également réalisé avec les fournisseurs d'indices lors de la création d'indices customisés, afin qu'ils soient réplicables par les sociétés de gestion.

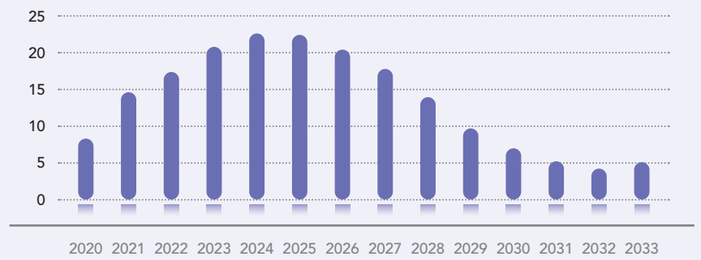
Le FRR prend également en compte le risque de liquidité dès la sélection des prestataires financiers. Dans les appels d'offres, une partie de l'analyse est dédiée au risque de liquidité des portefeuilles et sert de base entre autres aux échanges lors de visites sur site. Naturellement, la liquidité des portefeuilles est régulièrement suivie durant la vie du mandat, notamment avec des indicateurs de nombres de jours nécessaires à la liquidation d'une position.

La liquidité est aussi optimisée lors des mouvements de portefeuilles. Les mouvements tactiques sont en général réalisés sur des produits dérivés très liquides grâce à des gestionnaires overlay, ce qui minimise les coûts implicites et explicites. Lorsque le FRR doit réaliser d'importantes opérations sur les mandats, il fait appel à un gérant de transition spécialisé qui minimise également le risque de liquidité et les coûts de la transition.

Enfin, le FRR s'assure que les investissements en actifs non cotés ne contraignent pas l'allocation stratégique et deviennent négligeables en 2033. Avec un poids de 22 % du total des actifs au maximum en 2024-2025 dans les pires trajectoires, ils n'empêchent pas de construire une allocation optimale. De plus, avec les engagements actuels, les montants investis ne représenteront pas plus de 100 M€ en 2033, largement moins que l'actif du FRR dans les 1 % pires cas. Aucun actif non coté ne devra par conséquent être vendu, leur illiquidité peut être parfaitement assumée.

En 2020, la liquidité du portefeuille a été éprouvée. L'une des armes du FRR pour faire face au risque de liquidité est de gérer ponctuellement son allocation en profitant des classes d'actifs les plus liquides pour honorer ses engagements. Les conditions de marché étant très dégradées au printemps lors du paiement des 2,1 Mds€ annuels, notamment pour les obligations d'entreprises, le FRR a décidé de puiser dans sa poche d'OAT qu'il a ensuite reconstituée lorsque les conditions se sont améliorées. Entre fin mai et fin juillet, le FRR a aussi dû vendre 5 Mds€ d'actifs, soit environ 1/6e de son portefeuille. À cette période, le marché avait déjà bien rebondi et la liquidité était alors bien meilleure. Le FRR n'a pas eu besoin d'adapter ses opérations pour faire face au risque de liquidité. Il a néanmoins fait appel à ses deux gestionnaires de transitions pour réaliser une partie des opérations.

PART DES ACTIFS NON COTÉS DANS LE PORTEFEUILLE DANS LA MOYENNE DES 1 % DES PIRES CAS, DE 2020 À 2033 (EN %)



2

UN PORTEFEUILLE **DIVERSIFIÉ** POUR MAÎTRISER LES RISQUES

UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ ET FOCALISÉ SUR LE LONG TERME

La gestion du FRR est structurée afin de respecter ses engagements

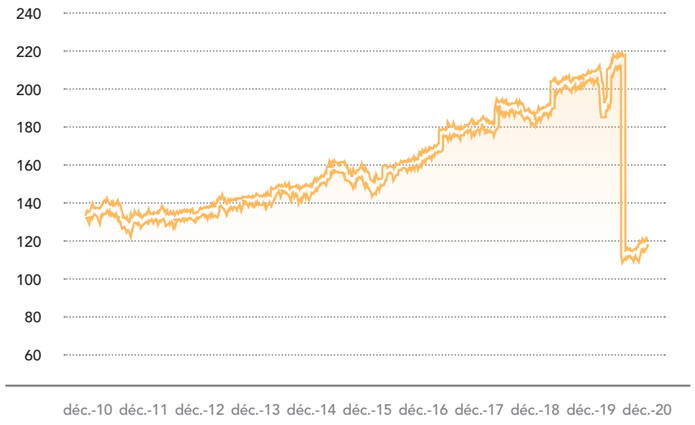
La gestion du FRR est structurée afin de respecter ses engagements. L'allocation est ainsi divisée entre les actifs de performance et de couverture, selon la classification ci-dessous.

Depuis fin 2010, le passif du FRR était constitué de 14 versements annuels de 2,1 Md€, de 2011 à 2024. L'actif du FRR était en 2010 de 27,6 Md€, y compris 3,5 Md€ au titre de la soulte CNIEG, indexée sur les performances du FRR. Le ratio de financement était de 134 %. Le ratio de financement relativement bas avait poussé le FRR à adopter une allocation assez prudente, malgré l'horizon d'au moins 14 ans. Ainsi, le poids des actifs de performance ne se montait qu'à 38 %, dont 33,7 % d'actions. Le ratio de financement a progressivement augmenté les années suivantes, pour atteindre jusqu'à 219 % fin juillet 2020.

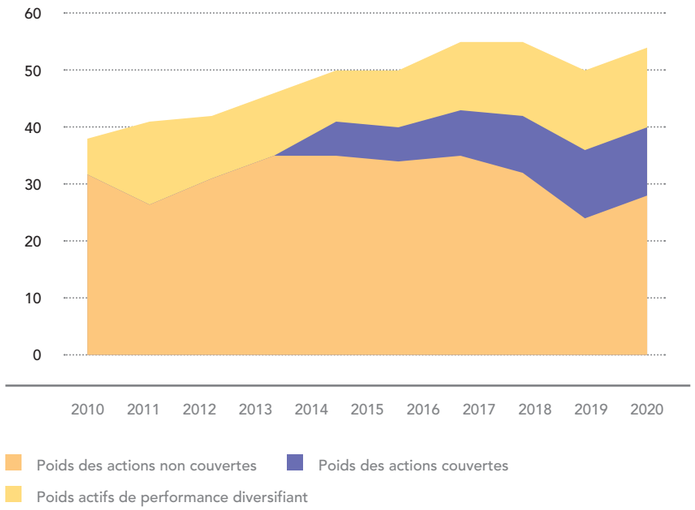
Actifs de couverture	Obligations d'entreprises de qualité	Emissions en euros
		Emissions en dollars
	Obligations d'Etats	OAT adossées au passif
	Liquidités	Liquidités
	Part de couverture des actifs non cotés	2/3 des infrastructures
		1/2 de l'immobilier
		20 % de la dette d'acquisition
		45 % de la dette d'entreprise
Actifs de performance	Actions	Actions des pays développés (dont 50 % de zone euro)
		Actions des pays émergents
		Actions des pays développés couvertes en options
	Actifs de rendement	Obligations des pays émergents en dollars et devises locales
		Obligations d'entreprises à haut rendement en euros et en dollars
	Part de performance des actifs non cotés	100 % du capital investissement
		1/3 des infrastructures
		1/2 de l'immobilier
		80 % de la dette d'acquisition
		55 % de la dette d'entreprise
		100 % de la dette mezzanine

La marge de sécurité du FRR pour assurer le paiement de ses engagements a donc considérablement augmenté de 2010 à 2020. Dans un environnement porteur, le FRR a sensiblement accru le poids des actifs de performance au fil des années, jusqu'à 55 % dans les allocations stratégiques de 2017 et 2018. En 2019, l'horizon jusqu'à la fin du passif connu s'est réduit à 5 ans. Le paiement du passif étant quasiment assuré, le FRR est passé dans une logique de protection de son actif et, dans un environnement plus incertain, a réduit le poids des actifs de performances à 50 %. D'ailleurs, l'introduction de stratégies de couvertures en options dès 2015 répondait déjà à cette logique de protection.

ÉVOLUTION DU RATIO DE FINANCEMENT DE 2010 À 2020 (EN %)



POIDS DES ACTIFS DE PERFORMANCE DEPUIS 2010 (EN %)



En 2020, la situation patrimoniale du FRR a été bouleversée par deux événements majeurs : la restitution de la soulte CNIEG et la loi du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie

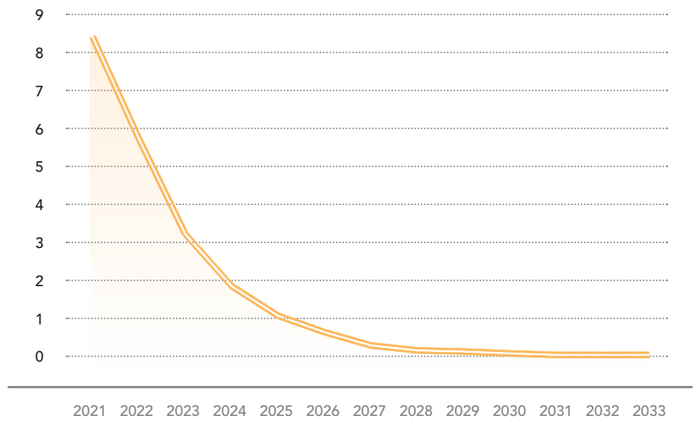
À la suite de la crise sanitaire, deux événements majeurs ont affecté la gestion du FRR en 2020. D'une part, la soulte CNIEG, qui valait 5 Md€ fin mai 2020, date à laquelle sa valeur a été gelée, a dû être entièrement payée fin juillet. Son versement a réduit d'autant le passif et l'actif du FRR et n'a donc pas bouleversé la structure de l'allocation.

En revanche, le passif du FRR a aussi été rallongé de 9 versements annuels de 1,45 Md€, de 2025 à 2033 par la loi n° 2020-992 relative à la dette sociale et à l'autonomie du 7 août 2020. Ceci a mécaniquement fait augmenter le passif de plus de 13 Md€ et fait plonger le ratio de financement à 114 %, avant qu'il ne remonte à 120 % fin 2020.

Cette situation était inédite pour le FRR, puisque le ratio de financement était même plus bas qu'en 2010. Cela a pu être compensé par l'horizon de gestion connu redevenu quasiment aussi long qu'en 2010. Par conséquent, le FRR a choisi de séparer les problématiques de court et de long terme. L'objectif premier est de pouvoir honorer les versements jusqu'en 2033, à long terme. À moyen terme, en cas d'occurrence de crise sur les marchés financiers, l'actif pourrait devenir inférieur au passif actualisé et le ratio de financement serait alors inférieur à 1. Mais dans ce cas, grâce à l'effet de « retour à la moyenne » observé historiquement sur les valorisations des actifs, si le FRR garde une allocation dynamique, la probabilité que le ratio de financement reste en dessous de 1 diminue au fil des années pour devenir epsilonesque à partir de 2030.

Grâce à cet effet de « retour à la moyenne » et malgré l'augmentation sensible du passif, le FRR a pu choisir une allocation dynamique en 2020, comportant 54 % d'actifs de performance dont 40 % d'actions, tout en gardant une probabilité extrêmement élevée de pouvoir assurer ses engagements jusqu'en 2033. Le poids des actions non couvertes a même augmenté par rapport à 2019, afin de bénéficier des valorisations plus attrayantes observées mi-2020.

PROBABILITÉ D'OBTENIR UN RATIO DE FINANCEMENT INFÉRIEUR À 1 CHAQUE ANNÉE AVEC L'ALLOCATION STRATÉGIQUE DE 2020 (EN %)



L'EFFET DE « RETOUR À LA MOYENNE »

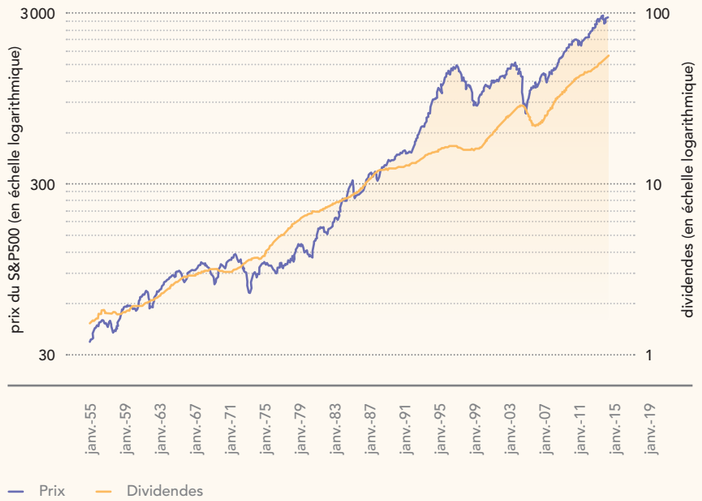
La représentation des actions a toujours suscité d'intenses débats au niveau académique comme chez les praticiens. Les travaux de Eugène Fama notamment défendent l'hypothèse de non-prédictibilité des marchés actions[2]. Cette thèse a néanmoins été partiellement réfutée depuis[3]. La modélisation adoptée par le FRR repose sur l'hypothèse d'une certaine prédictibilité des rendements « actions » sur des horizons longs. La représentation demeure volontairement simple dans les concepts invoqués afin de permettre une compréhension intuitive des deux hypothèses principales :

1. Les rendements des actions dépendent du ratio de valorisation Prix/Dividendes et de la progression de leur dividende d'une période à l'autre.
2. Le ratio Prix/Dividendes possède une valeur d'équilibre autour de laquelle il oscille sur de longues périodes.

L'hypothèse 1 repose sur de nombreux travaux[4,5] datant des années -60 jusqu'à nos jours. Dans le modèle de base, le prix des actions est vu comme l'actualisation des dividendes futurs. En supposant la croissance des dividendes constante, cette première hypothèse lie les trois quantités : le ratio de valorisation, la croissance des dividendes et les rendements.

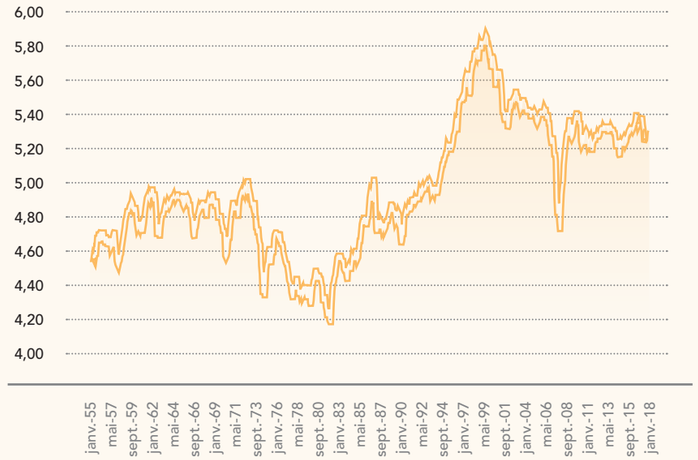
L'hypothèse 2 implique que la valeur fondamentale d'une entreprise ne peut progresser que si les dividendes versés augmentent (le ratio prix/dividendes étant supposé constant sur le long terme). Il est manifeste sur le graphique ci-dessous que les deux quantités suivent une tendance commune. Cependant, l'hypothèse 2 n'est que partiellement vérifiée : le ratio est stable sur de longues périodes (de plusieurs dizaines d'années) mais peut se décaler comme le montre le 2e graphique suivant.

ÉVOLUTION DES PRIX ET DES DIVIDENDES DE L'INDICE S&P500 ENTRE 1955 ET 2019



2. « Random Walks In Stock Market Prices », Fama, 1965
3. « A Non-Random Walk Down Wall Street », Lo, 1999
4. « Capital Equipment Analysis : The Required Rate of Profit », Gordon and Shapiro, 1956
5. « The Dividend-Price Ratio » & « Expectations of Future Dividends and Discout Factors », Cambell and Viceira, 1988.

ÉVOLUTION DU LOG-RATIO PRIX/DIVIDENDES ENTRE 1955 ET 2019



En supposant les deux hypothèses vérifiées, la caractéristique clé de la représentation qui en découle est que les rendements des actions bénéficient indirectement du phénomène de retour à l'équilibre du ratio Prix/Dividendes. Ainsi, sur de longues périodes, les rendements auront tendance à s'équilibrer autour du rendement d'équilibre, diminuant l'incertitude sur la classe d'actif. Le modèle relie donc l'attractivité des actions à l'horizon d'investissement du fonds : les actions sont attractives si la période d'investissement est longue (de l'ordre d'une dizaine d'années) avec un risque qui augmente lorsque l'horizon de l'investisseur diminue.

L'effet de « retour à la moyenne » est également appliqué sur les deux autres grandes catégories d'actifs du portefeuille, les taux et les spreads :

- le modèle de Nelson-Siegel[6] recompose la courbe de taux à partir de trois effets : le taux de long terme, la pente et la courbure. L'emploi de modèles auto-régressifs sur chacun de ces effets introduit également un mécanisme de retour vers les prévisions moyennes sur des horizons longs ;
- similairement, le modèle de Black et Karasinski[7] pour les spreads impose un retour à la moyenne du logarithme des spreads.

Par conséquent, un horizon d'investissement long donne la possibilité de corriger un potentiel mouvement extrême pour les principaux actifs du FRR. Ceux-ci tendent à revenir vers leur trajectoire moyenne, diminuant ainsi le risque du portefeuille à long terme.

6. « Parsimonious modelling of yield curves », Nelson et Siegel, 1987
7. « Bond and Option pricing when Short rates are Lognormal », Black et Karasinski, 1991

L'allocation stratégique choisie permet de créer une valeur importante

En conséquence, le portefeuille a également évolué pour inclure davantage d'actions, mais aussi d'actifs non cotés et d'obligations d'entreprises à haut rendement. Les poids des obligations des pays émergents, des OAT de l'adossement (contribuant à payer les versements annuels) et des liquidités ont été réduits.

Cette allocation dynamique permet de répondre au mieux au second objectif du FRR : faire fructifier les sommes qui lui ont été confiées en créant une valeur, bien supérieure au montant des intérêts évités par l'État s'il avait utilisé les encours du FRR pour réduire sa dette brute.

Historiquement, de fin 2010 à fin 2020, cette création de valeur se monte à +12,3 Md€.

ÉVOLUTION DU PORTEFEUILLE DU FRR DE 2019 À 2020

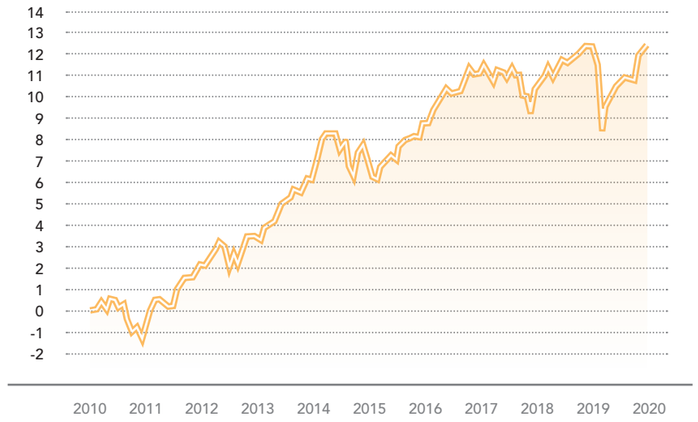
	Fin 2019	Fin 2020
Actions	**36,0 %**	**37,9 %**
Actions européennes	13,5 %	15,8 %
Actions pays développés non européennes	4,8 %	5,55 %
Actions pays émergents	4,2 %	4,3 %
Actions pays développés couvertes en options	13,5 %	12,25 %
Obligations d'entreprises à haut rendement	**3,5 %**	**4,45 %**
Obligations des pays émergents	**8,0 %**	**6,05 %**
Actifs non cotés, part de performance	**4,3 %**	**5,95 %**
Actifs de performance	**51,8 %**	**54,35 %**
Actifs non cotés, part de qualité	**1,6 %**	**2,3 %**
Obligations de qualité	**42,8 %**	**41,05 %**
Adossement au passif	12,9 %	10,8 %
Obligations d'États développés	0,0 %	0,0 %
Obligations d'entreprises de qualité	29,9 %	30,25 %
Liquidités	**3,8 %**	**2,3 %**
Actifs obligataires de qualité	**48,2 %**	**45,65 %**

En 2020 encore, la performance du FRR a été supérieure au coût moyen de la dette française. Depuis fin 2010, la performance annualisée de l'actif du FRR s'élève à 4,5 %, tandis que le coût annuel moyen à l'émission de la dette française (plus une prime CADES de 0,1 %) est de 0,9 % par an.

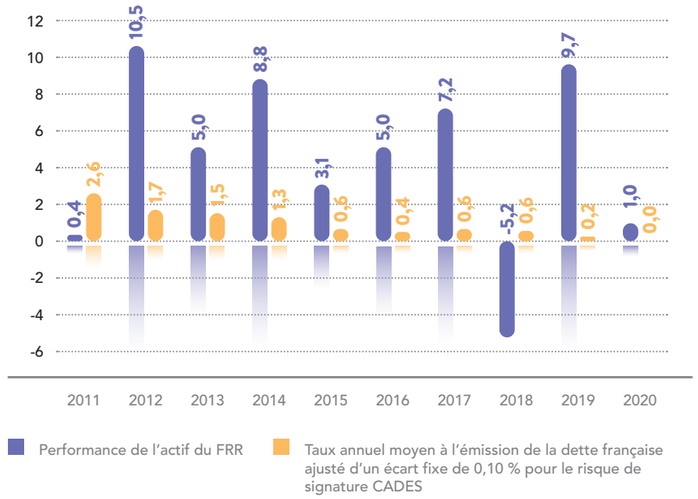
L'allocation stratégique choisie par le FRR en 2020 permettrait, dans un cas médian et selon les scénarios construits par le FRR en 2020, de créer entre 5,4 Md€ et 6,2 Md€ de 2020 à 2033 de valeur supplémentaire, alors que l'actif n'était supérieur au passif que d'environ 2,5 Md€ en 2020.

Par conséquent, chaque euro confié au FRR (en plus de ceux strictement nécessaires au paiement du passif) rapporterait dans un cas médian entre 2,2 € et 2,5 € de 2020 à 2033.

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



PERFORMANCE ANNUELLE DE L'ACTIF DU FRR ET COÛT MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE FRANÇAISE (EN %) – Source : FRR, Agence France Trésor



ACTUALITÉ DES APPELS D'OFFRES

L'activité des appels d'offres en 2020

Après une année 2019 caractérisée par la finalisation de plusieurs appels d'offres portant sur des investissements en actions, 2020 a permis de finaliser l'appel d'offres lié à la gestion overlay.

Ainsi, en décembre 2020, deux candidats de gestion « overlay » ont été sélectionnés. Leurs missions consistent à assurer la gestion passive de l'exposition aux risques de change, à mettre en œuvre les expositions aux classes d'actifs décidées par le Directoire du FRR, à couvrir une partie des actions du portefeuille du FRR avec des options, et enfin à investir les liquidités nécessaires à ces trois missions. Au terme du processus de sélection, les candidats AXA IM Paris et Russell Investment France ont été choisis pour assurer cette mission clef pour le FRR.

Un nouvel appel d'offres a également été lancé en mai pour la sélection de gestionnaires « mandats de gestion active responsable : obligations d'entreprises émises en euro ». Cet appel d'offres portant sur des actifs indicatifs de 5,5 milliards d'euros est composé de deux lots distincts :

- obligations d'entreprises de bonne qualité émises en euro ;
- obligations d'entreprises haut rendement émises en euro.

Pour ce marché, la sélection finale des gestionnaires interviendra dans le courant de l'année 2021.

L'approche du FRR a continué d'évoluer en faveur de la prise en compte des critères ESG aux différents stades de la sélection des prestataires de gestion financière.

Ainsi, de nombreux éléments ont été optimisés pour une meilleure prise en compte des aspects ESG dans le cadre d'une gestion responsable des actifs du FRR :

L'ensemble des appels d'offres sont désormais qualifiés de gestion responsable. Le FRR entend par gestion responsable la prise en compte par les candidats dans leur processus de gestion d'enjeux ESG, notamment en intégrant la politique d'exclusions (armes prohibées, tabac, et charbon), la politique de vote et d'engagement du FRR.

Les aspects ESG prennent une place croissante au sein des différentes phases de sélection des gestionnaires financiers du FRR. Ainsi, lors de la phase de candidature, un onglet spécifique a été développé afin d'évaluer un certain nombre de critères quantitatifs liés à la couverture des aspects ESG. En phase d'offres, plusieurs séries de questions abordent plus en détails les moyens mis en œuvre ainsi que le processus d'intégration des aspects ESG au sein des choix de gestion. Enfin, la phase de visite sur site offre une bonne illustration de l'implication des équipes dédiées dans la prise en compte des critères ESG, des capacités et méthodes d'analyse de ces aspects ainsi que la mesure de leurs intégrations au sein du processus de gestion.

RAPPORT ANNUEL 2020

3

LA RESPONSABILITÉ AU **CŒUR DE LA GESTION FINANCIÈRE DU FRR**

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE : UNE RESPONSABILITÉ SOCIALE INTERGÉNÉRATIONNELLE

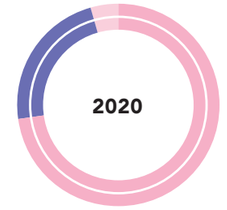
Le poids de la France dans les actifs du FRR

Agissant en tant qu'instrument de solidarité entre les générations, investisseur de long terme et acteur gérant des fonds publics au service de la collectivité, le FRR renforce chaque année un peu plus son effort de soutien aux entreprises françaises. Il contribue ainsi à consolider l'équilibre des régimes sociaux grâce aux créations d'emplois et aux revenus générés par les entreprises qu'il accompagne.

Le poids de la France au sein des investissements du FRR est de 30 % en 2020 et elle atteint 32 % en tenant compte des investissements en futures. Les 15 % d'obligations cotées comprennent 9.8 % d'OAT françaises.

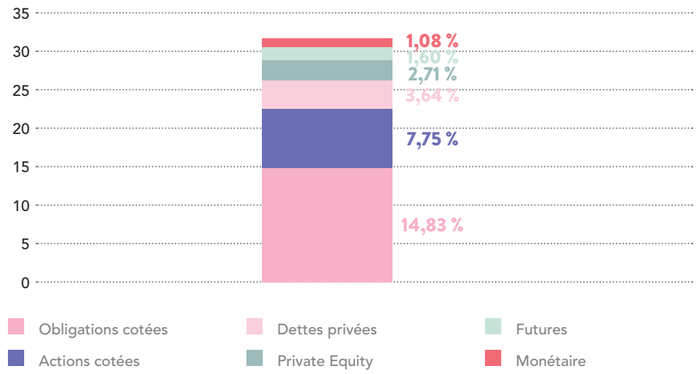
Grâce au renforcement des positions dans les sociétés françaises de la part du FRR, la part de la France au sein des portefeuilles d'actions cotées est restée quasiment stable entre 2019 et 2020 malgré une baisse de 2 % du poids de la France dans l'indice le plus important de gestion optimisée du FRR. En effet, lors du versement de la soulte CNIEG, le FRR n'a pas souhaité vendre les mandats investis en actions françaises mais a préféré prélever sur les mandats actions des autres zones géographiques. On note, en outre, la poursuite de la tendance amorcée depuis 2015 d'un basculement d'investissements en actions cotées vers des actions non cotées pour environ 0.4 % en 2020.

RÉPARTITION DES ACTIONS COTÉES DU FRR PAR TYPE DE GESTION AU 31/12/2020



- **72,8 %** Gestion optimisée
- **22,8 %** Small Cap France
- **4,4 %** Small Cap Europe

SOUTIEN À L'ÉCONOMIE FRANÇAISE DU FRR AU 31/12/2020 (EN % DE L'ACTIF TOTAL)



Le financement des PME et ETI françaises : un objectif réaffirmé

Les actions cotées de petites et moyennes sociétés françaises et européennes

L'allocation stratégique pour l'année 2020 ne prévoyait aucun mouvement sur la catégorie actions de petites et moyennes capitalisations françaises et européennes. Cependant, le poids de celle-ci s'est retrouvé renforcé en fin d'année du fait qu'elle n'a pas été concernée par les ventes liées au remboursement de la soulte CNIEG. Fin 2020, la catégorie petites capitalisations françaises représente ainsi 1,9 % des encours globaux du FRR (contre 1,4 % fin 2019). La catégorie petites capitalisations représente 4,3 % (contre 2,99 % fin d'année précédente).

Les encours ont quant à eux progressé de +5.28 % pour les mandats de petites et moyennes capitalisations françaises et de +5.53 % pour petites et moyennes capitalisations européennes, ce qui représente une évolution moyenne des 8 mandats de cette catégorie d'actifs de +5.45 % totalement imputable à la surperformance de ces gestionnaires en 2020.

Le capital investissement

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

Cet accompagnement en capital permet de renforcer les entreprises sur leurs marchés et de soutenir leur développement notamment à l'international. Cela participe ainsi à la création d'emplois et favorise l'émergence de champions nationaux.

La réforme des retraites, décidée en 2010, avait marqué l'arrêt de ce type d'investissements pour le FRR mais, depuis 2015, les pouvoirs publics et le conseil de surveillance du FRR ont décidé d'investir deux enveloppes en actifs non cotés dédiées au financement des entreprises françaises. La première de deux milliards d'euros a porté sur plus de 900 M€ de capital investissement et a été finalisée en 2020 tandis que la deuxième de 750 millions d'euros, accordée en 2020 a commencé à être déployée à hauteur de 260 M€ réalisés, d'une part, par la sélection de fonds sur les segments du capital-transmission et du capital-innovation, d'autre part par l'abondement de certains mandats existants de capital-innovation et de capital-développement.

Ainsi, au total à fin 2020, **près de 1,1 Mds€** d'engagements ont été réalisées dans des fonds de capital-investissement ciblant des sociétés françaises soutenant ainsi leur développement et la création d'emplois la France :

- **315 M€ en capital-innovation**, appelés en moyenne à hauteur de 30 % participant au financement de jeunes entreprises innovantes dès leurs premiers stades de développement dans les secteurs du digital (low tech et deep tech), de la biotechnologie, de la medtechnologie et de la fintechnologie ;
- **350 M€ en capital-développement/ transmission** appelés en moyenne à hauteur de 25 % finançant majoritairement des PME dans leur stratégie d'expansion ;
- **400 M€ en capital-investissement, par le biais de fonds de fonds** appelés en moyenne à hauteur de 45 % investissant dans des fonds de taille moyenne en capital développement/ transmission de PME et d'ETI françaises souvent régionales.

RAPPORT ANNUEL 2020

INITIATIVES DE PLACE POST COVID-19 « SANTÉ » ET « TOURISME »

Le FRR a participé activement à deux initiatives de place lancées en 2020 au travers desquelles les assureurs, la CDC, le FRR et l'ERAFP se sont engagés auprès des pouvoirs publics à soutenir des secteurs très affectés par la crise sanitaire de la Covid-19 dans le cadre d'un programme de 2,2 milliards d'euros, l'une relative au tourisme et l'autre à la santé.

Participation au fonds Nov Santé pour 40 M€

Les industries de santé constituent une filière stratégique avec un chiffre d'affaires annuel de plus de 65 milliards d'euros représentant plus de 11 % du PIB. La filière est composée d'entreprises très hétérogènes avec pour certaines de grandes potentialités de recherche et d'innovation. L'activité pharmaceutique est le pivot de ce secteur santé qui revendique globalement plus de 900 entreprises, 1 400 sites, 211 000 emplois directs et 500 000 emplois associés (chimie, médecine, logistique, marketing, ingénierie…), hors activités des hôpitaux, services de santé spécialisés, laboratoires et stations thermales.

94 % des 820 entreprises ayant des activités de R&D, de production de dispositifs médicaux et de dispositifs de diagnostic in vitro, sont des PME/ETI de moins de 250 salariés. Ces entreprises ont besoin d'un soutien financier dans leurs développements pour être accompagnées dans leurs transitions vers une taille supérieure. C'est justement un des objets du fonds Santé qui cible le segment du capital développement.

Face à la dégradation du bilan des entreprises, consécutive à la crise sanitaire, il est apparu indispensable d'accroître le volume des financements en fonds propres comme réponse à cette crise. Les investisseurs de long terme dont le FRR se sont donc engagés auprès des pouvoirs publics sur un programme d'investissement global dans le secteur de la santé de 800 millions d'euros afin de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soin, la biotechnologie. Ainsi, la réalisation des investissements est conditionnée à des objectifs sur le plan de la souveraineté sanitaire dont l'absence a été cruellement mise en lumière au début de la crise Covid. Une contrainte forte du projet Santé est que la cession des investissements soit priorisée avec une préférence nationale et justifiée par le gestionnaire afin de limiter le risque de vente à un partenaire étranger.

Par ailleurs, durant la phase de détention des actifs, les gestionnaires du fonds auront pour objectif de consolider l'accroissement de la part de production en France, l'emploi en France, la part de R&D en France, conjointement à un suivi ESG imposé par le nouveau Label Relance.

Le FRR a, pour sa part, décidé d'investir 40 M€ dans le fonds actions non cotées Nov Santé de 415 M€ faisant du FRR le deuxième plus gros porteur aux côtés de 19 investisseurs pour accompagner principalement le développement des PME/ETI françaises de ce secteur. Ce fonds qui ciblera la France à hauteur de 80 % à travers des financements en fonds propres et en quasi-fonds propres, prendra des participations minoritaires dans les sociétés dans le cadre d'opérations de capital développement et en late stage/Growth a minima à hauteur de 70 %.

Participation au fonds Nov Tourisme pour 25 M€

« L'initiative tourisme », représente environ 200 millions d'euros destinés à financer les entreprises de taille TPE PME ETI des secteurs du tourisme, de l'hôtellerie, de la restauration, des loisirs et les solutions pour l'industrie touristique sinistrée par la crise.

Le tourisme constitue un secteur important pour l'économie française avec un poids de 7,4 % dans le PIB et plus de 2 millions d'emplois, mais aussi un contributeur à la balance des paiements pour environ 17 milliards d'euros.

La France est le pays le plus visité au monde, avec plus de 89 millions d'arrivées de touristes internationaux en 2018. Elle se situe au 3e rang mondial en termes de recettes, derrière l'Espagne et les États-Unis (pour un total de 55,5 milliards d'euros en 2018).

Le tourisme était un moteur de croissance mondial à long terme avec une progression de l'ordre de 4 % par an. Le tourisme français est pour deux tiers un tourisme intérieur et pour un tiers un tourisme international. Il recouvre des métiers et des territoires extrêmement variés, ayant chacun des facteurs clés de succès spécifiques.

Le tourisme français bénéficie d'avantages compétitifs uniques liés aux atouts naturels de notre pays : sa position géographique, la beauté et la variété de ses paysages, la richesse de son patrimoine, l'attrait de son art de vivre. Cependant, le secteur du Tourisme en France fait face à des défis structurels majeurs de nature économiques, concurrentiels, technologiques, environnementaux et sociétaux et c'est l'objet de ce fonds que de participer à une réponse adaptée face à ces défis.

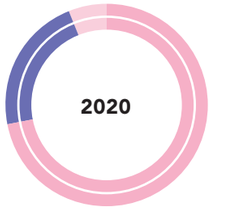
Au sein de cette initiative, le Fonds Tourisme représente 160 millions d'euros d'engagements en fonds propres ou quasi-fonds propres et le FRR qui a engagé 25 millions d'euros dans ce fonds en est l'investisseur le plus important.

Le financement en dettes privées des entreprises

Le FRR s'est engagé sur environ 1,8 milliard d'euros dans des fonds de dettes privées depuis 2013 dont 175 M€ ont été réalisés en 2020 au travers de 3 fonds. Cette poche significative de soutien à l'économie française est constituée à hauteur de 90 % par des dettes seniors (majoritairement in fine). De manière complémentaire, le FRR a diversifié ses expositions à travers des investissements dans des dettes juniors associées à des instruments de haut de bilan qui représentent 10 % des engagements du portefeuille. Les entreprises ciblées par ces financements sont dans le segment des PME/TPE de taille significatives et des petites ETI.

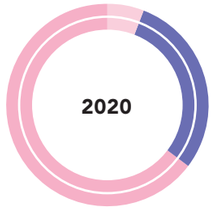
Les entreprises françaises représentent environ 70 % des financements du portefeuille et les opérations en euros représentent 94 %. Les opérations financées ont majoritairement un objet économique qui est un transfert de capital à 64 % (via une opération de type Leverage Buy Out) nécessaire pour réaliser un objectif de croissance de l'entreprise. Les opérations de développement seul ne représentent que 29 % du portefeuille.

EXPOSITION GÉOGRAPHIQUE DES FINANCEMENTS EN DETTES PRIVÉES



- **72 %** France
- **22 %** Zone Euro
- **6 %** Autres pays européens

NATURE DES OPÉRATIONS DANS LE PORTEFEUILLE DU FRR AU 30/06/2020



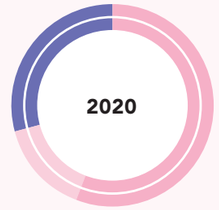
- **64 %** Transfert de capital & Développement
- **29 %** Développement
- **6 %** Autres

IMPACT DE LA CRISE DE LA COVID-19 SUR LE PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES

Une estimation de la sensibilité à la crise de la Covid-19 des entreprises financées par les fonds dans lesquels le FRR investit, a été réalisée par les sociétés de gestion. Il en ressort que les valorisations, exceptées celles des fonds de Direct Lending (Unitranche, Mezzanine) ne reflètent pas encore l'impact de la crise de la Covid-19. Cependant, la crise a accentué des situations déjà difficiles, avec par exemple des procédures collectives qui étaient anticipées avant la crise de la Covid-19. En outre si le soutien de l'État aux entreprises a permis de passer plusieurs périodes difficiles depuis le premier confinement, l'impact réel de la crise devra plutôt être apprécié sur le long terme. L'apurement des PGE (Prêts Garantis par l'État) impactera nécessairement les délais de remboursement des dettes privées et la révision des plans de développement des entreprises qui seront nécessairement allongés dans secteurs d'activités, ce qui posera la question de leur refinancement.

Au 31/12/2020, 15 % des entreprises financées dans les fonds de dettes privées dans lesquels le FRR est investi ont vu leur activité fortement impactée négativement, 29 % moyennement impactées négativement et 56 % n'ont pas eu d'impacts, des effets faibles ou ont tiré avantage de la crise sur leur activité.

POURCENTAGE D'ENTREPRISES IMPACTÉES PAR LA CRISE DE LA COVID-19 DANS LE PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES DU FRR



- **56 %** Faible ou sans impact
- **29 %** Moyen
- **15 %** Fort

Les fonds de place mixte NOVI

Le FRR s'est engagé à hauteur de 72,5 M€ sur chacun des fonds de place NOVI en 2015 (NOVI 1 géré par Tikehau Capital et La Financière de l'Échiquier et NOVI 2 géré par Idinvest Partners et Oddo BHF). Les engagements sont dorénavant totalement appelés à la suite du dernier appel émis par NOVI 2 en 2020 pour 10,5 M€.

NOVI 1 a procédé à deux investissements en 2020 pour un total de 20,8 M€ en dettes, NOVI 2 a également procédé à un investissement en dettes pour 12,5 M€.

Au total, outre 20 % des encours dédiés à des actions cotées françaises de très petites entreprises (chiffre d'affaires compris entre 30 M€ et 1,5 Mds€), les deux fonds accompagnent 36 entreprises au travers de la poche non cotée en fonds propres et en dettes.

Un effet d'entraînement sur l'écosystème du financement de l'économie française

En parallèle du déploiement du programme d'investissement de 2 Mds€ de 2015 et de celui de 750 M€ de 2020 dans des entreprises non cotées françaises, le FRR a participé à l'initiative « Tibi » visant à faire de la France un leader de la révolution technologique en investissant dans les technologies disruptives développées par des entreprises françaises.

L'objectif est de combler un maillon manquant de financement en donnant accès à un financement large à ces sociétés technologiques, innovantes et risquées. Ces sociétés connaissent généralement de forts taux de croissance de leur chiffre d'affaires (supérieurs à 20-30 % par an) et des valorisations dépassant plusieurs centaines de millions d'euros, tout en visant un leadership régional ou mondial.

Dans le cadre de cette initiative, le FRR s'est engagé à investir 250 M€ en capital croissance non coté en faveur des entreprises technologiques et 250 M€ en fonds d'actions cotées. En 2020, le FRR a déjà souscrit à 4 fonds fermés de capital croissance pour 175 M€, visant chacun une part significative d'investissements en France.

Le FRR a également rencontré de multiples sociétés de gestion concernant l'engagement dans les fonds « Global Tech » afin de préparer un processus de sélection et un cahier des charges en ligne avec les attentes du FRR pour cette thématique afin de commencer les sélections de fonds « Global Tech » dans le courant de l'année 2021.

LE FRR S'ENGAGE POUR LE DÉVELOPPEMENT DES FUTURS LEADERS FRANÇAIS DE LA TECHNOLOGIE

Le FRR s'engage pour le développement des futurs leaders français de la technologie

Le lundi 13 janvier 2020, lors d'une réunion avec Bruno Le Maire, ministre de l'Économie et des Finances, Cédric O, secrétaire d'État chargé du Numérique, et plusieurs investisseurs institutionnels, le FRR s'est mobilisé pour la French tech en s'engageant à investir 500 M€ d'ici 2022 dans des fonds français de late stage/growth (actifs non cotés) et, dans des fonds « global tech » gérés en France et dédiés à l'investissement dans des entreprises technologiques cotées. Ce projet a fait suite à la publication du rapport intitulé « Financer la IVe révolution industrielle - Lever le verrou du financement des entreprises technologiques » rédigé par Philippe Tibi.

Lors de l'année 2020, le FRR a participé à tous les Comités Techniques réunissant l'ensemble des investisseurs partenaires afin de valider 34 fonds non cotés et 13 fonds cotés au 31 décembre 2020 qui sont dorénavant éligibles à l'investissement de la part des investisseurs partenaires dans le cadre de l'initiative de place.

FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Poursuite de la décarbonation des investissements du FRR en actions pour réduire l'empreinte carbone (nouveaux mandats, indices décarbonés…)

Le FRR a poursuivi en 2020 ses actions en cours depuis 2014 visant à réduire l'empreinte carbone de son portefeuille.

En effet, le FRR s'est progressivement imposé des exigences de réduction de l'empreinte carbone sur l'ensemble du périmètre de sa gestion actions passive puis de sa gestion action passive optimisée. Dans un premier temps, le FRR avait basculé une partie de la gestion passive actions vers des indices « Carbon Leaders » qu'il a contribué à créer. Ces nouveaux indices permettaient de baisser de moitié l'empreinte carbone actuelle et potentielle d'un portefeuille tout en gardant un écart de suivi faible avec les indices pondérés par les capitalisations.

Ensuite, lorsque le FRR a renouvelé ses mandats de gestion passive actions en 2015, il a imposé sur tout le périmètre des objectifs de réduction de l'empreinte carbone actuelle et potentielle d'au moins 30 % et jusqu'à 50 % lorsque cela était possible, tout en minimisant l'écart de suivi avec l'indice de référence des mandats. Les appels d'offres de 2018 et 2019 sur les gestions actives actions responsable ont ensuite permis de sélectionner des gestionnaires actifs prenant en compte l'impact environnemental dans leur choix de portefeuille. Ces actions ont été complétées en 2019 par une décarbonation au niveau des indices « smart beta » concentrés qui avaient une empreinte carbone élevée.

En 2020, le FRR a travaillé au lancement d'appels d'offres relatifs au crédit Euro de bonne qualité et de crédit à haut rendement. Ces mandats intégreront à leur tour notamment des objectifs chiffrés en matière de réduction de leurs empreintes carbone en plus de l'exclusion des entreprises dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité, de chaleur ou de vapeur à partir du charbon dépasse 10 % de leur chiffre d'affaires[8].

Les engagements internationaux du FRR et les principales initiatives en faveur du climat auxquelles le FRR participe

Le FRR est membre actif de plusieurs initiatives collaboratives (voir la liste en page 89). Cela lui permet, grâce à l'addition des détentions de titres des investisseurs parties prenantes à l'initiative, de partager la connaissance, de mutualiser les ressources disponibles investisseurs, et de peser d'avantage lors des échanges avec les entreprises.

Le FRR soutient les Principles for Responsible Investment (PRI), le CDP, le CDP water, le CDP forest, la Tobacco Free Portfolios initiative, l'initiative pour la transparence dans les industries extractives (EITI), l'International Corporate, Governance Network (ICGN), l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) ainsi que la Climate Action 100+.

Le FRR ne s'est pas engagé en 2020 dans de nouvelles initiatives. En effet, l'offre d'initiatives a été significativement réduite en 2020. Le FRR a donc décidé de se focaliser sur la Net Zero Asset Owners Alliance ainsi que la Climate 100+.

8. Sauf celles utilisant un procédé de capture et de stockage du carbone.

Focus sur la Net-Zero Asset Owner Alliance

En novembre 2019, le FRR a signé la Net-Zero Asset Owner Alliance. L'objectif de l'Alliance est de faire évoluer les portefeuilles d'investissements de ses membres vers des émissions nettes de gaz à effet de serre (GES) compatibles avec l'Accord de Paris.

Les membres de l'Alliance, au nombre actuel de 33 représentant 5 100 Mds, s'engagent à faire décroître les émissions nettes de leurs portefeuilles d'investissements à zéro d'ici 2050, conformément à une augmentation maximale de la température de 1,5° Celsius au-dessus des températures préindustrielles. Les membres s'engagent aussi à faire régulièrement état des progrès accomplis et à se fixer des objectifs intermédiaires tous les cinq ans.

Afin de permettre aux membres de s'acquitter de leurs obligations fiduciaires, de gérer leurs risques et d'atteindre leurs objectifs de rendement, cet engagement doit être intégré dans une approche ESG holistique, intégrant, mais sans s'y limiter, le changement climatique. Les membres doivent aussi rapporter sur les résultats de la réduction des émissions de GES dans l'économie réelle.

L'atteinte de l'objectif passera également par le dialogue avec les entreprises, les industries, ainsi que les politiques.

Les membres de l'Alliance sont les suivants :

L'Alliance a évalué les trajectoires de 1,5 °C du GIEC[9] et identifié une fourchette d'objectifs de réduction nécessaire des émissions au niveau des classes d'actifs de -16 % à -29 % d'ici 2025. Début 2021, le FRR finalisera les études nécessaires à la fixation de ses objectifs qu'il rendra public lors du second trimestre.

Focus sur la Climate Action 100+

Lancée en 2017, la Climate Action 100+ est la plus grande initiative d'engagement sur le changement climatique. Elle a maintenant attiré 545 investisseurs, représentant un total sous gestion de 52 000 milliards de dollars.

Cette initiative est au cœur de l'action de lutte contre le changement climatique de la Net-Zero Asset Owner Alliance dont le FRR est membre. En effet, la Climate Action 100+ est une initiative menée par des investisseurs visant à mobiliser plus de 168 des plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde représentant 80 % des émissions industrielles qui sont critiques pour répondre aux objectifs de l'Accord de Paris pour qu'ils réduisent leurs émissions, développent les informations financières liées au climat et améliorent la gouvernance sur les risques climatiques. Il est donc cohérent que la Net-Zero Asset Owner Alliance se repose, en partie, sur cette initiative pour atteindre ses objectifs en matière d'engagement.

9. Le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) a été créé en 1988 en vue de fournir des évaluations détaillées de l'état des connaissances scientifiques, techniques et socio-économiques sur les changements climatiques, leurs causes, leurs répercussions potentielles et les stratégies de parade.

En dialoguant avec ces entreprises, les investisseurs signataires de la Climate Action 100+ sont des catalyseurs de la transition des entreprises vers des émissions nettes nulles.

Cette initiative est au cœur de l'action de lutte contre le changement climatique de la Net-Zero Asset Owner Alliance dont le FRR est membre. En effet, la Climate Action 100+ est une initiative menée par des investisseurs visant à mobiliser plus de 168 des plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde représentant 80 % des émissions industrielles qui sont critiques pour répondre aux objectifs de l'Accord de Paris pour qu'ils réduisent leurs émissions, développent les informations financières liées au climat et améliorent la gouvernance sur les risques climatiques. Il est donc cohérent que la Net-Zero Asset Owner Alliance se repose, en partie, sur cette initiative pour atteindre ses objectifs en matière d'engagement.

L'initiative a été construite et est dirigée par ses membres investisseurs qui déterminent la stratégie d'engagement à poursuivre avec chaque entreprise. Pour la gestion de l'initiative au jour le jour, ainsi que pour l'engagement, les investisseurs sont assistés de cinq réseaux d'investisseurs : l'Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC), le Ceres, le Investor Group on Climate Change (IGCC), l'Institutional Investor Group on Climate Change (IIGCC) et les Principles for Responsible Investment (PRI).

En 2020, l'initiative a développé le Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark, qui sera utilisé pour comparer publiquement les entreprises. Le benchmark comprend des indicateurs qui couvrent :

- l'ambition net zéro d'ici 2050 ;
- les cibles de réduction des gaz à effet de serre (GES) à court terme, moyen et long terme ;
- l'alignement sur un scénario climatique 1,5 °C ;
- les stratégies de décarbonisation ;
- les alignements des allocations de capital ;
- les engagements dans la politique climatique ;
- la gouvernance, y compris la rémunération des directeurs liée au climat, la transition juste ;
- le Groupe de travail sur le reporting de la Task Force on Climate related Financial Disclosures (TCFD), y compris l'analyse de scénario.

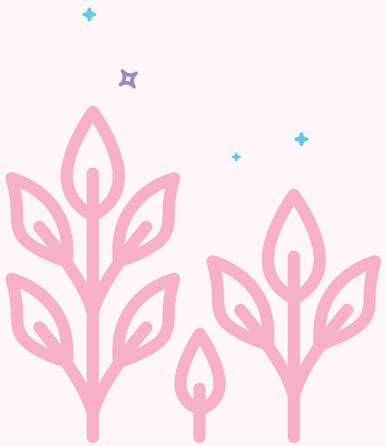
Si certaines entreprises prennent des mesures pour se mettre en ligne avec une trajectoire d'émissions nettes à zéro d'ici 2050, il reste un long chemin à parcourir.

En effet, près de la moitié (43 %) des entreprises ont fixé une cible d'émissions nulles d'ici 2050 ou d'autres ambitions sous une forme ou une autre. C'est un signal important pour les investisseurs que les entreprises comprennent et se préparent pour la transition. Cependant, seulement 10 % des entreprises ciblées ont des objectifs couvrant explicitement le scope 3.

De même, alors que plus de la moitié des entreprises ciblées (51 %) ont fixé des objectifs d'émissions à court terme (jusqu'en 2025), seules 38 % ont fixé des objectifs à moyen terme (2026 à 2035). De plus, ces objectifs ne couvrent pas souvent les deux scopes 1 et 2 ainsi que le plus matériel en amont et en aval, le scope 3.

SCOPE 1, 2 ET 3 : DÉFINITIONS DE L'ADEME

- Émissions directes de GES (ou SCOPE 1) : Émissions directes provenant des installations fixes ou mobiles situées à l'intérieur du périmètre organisationnel, c'est-à-dire émissions provenant des sources détenues ou contrôlées par l'organisme comme par exemple : combustion des sources fixes et mobiles, procédés industriels hors combustion, émissions des ruminants, biogaz des centres d'enfouissements techniques, fuites de fluides frigorigènes, fertilisation azotée, biomasses…
- Émissions à énergie indirectes (ou SCOPE 2) : Émissions indirectes associées à la production d'électricité, de chaleur ou de vapeur importée pour les activités de l'organisation.
- Autres émissions indirectes (ou SCOPE 3) : Les autres émissions indirectement produites par les activités de l'organisation qui ne sont pas comptabilisées au 2 mais qui sont liées à la chaîne de valeur complète comme par exemple : l'achat de matières premières, de services ou autres produits, déplacements des salariés, transport amont et aval des marchandises, gestions des déchets générés par les activités de l'organisme, utilisation et fin de vie des produits et services vendus, immobilisation des biens et équipements de productions…



Au niveau sectoriel, les indicateurs d'évaluation des entreprises des secteurs du pétrole et gaz, des services publics et des transports (automobiles) montrent des lacunes dans les plans d'allocation de capital et dans les choix technologiques. Par exemple, bien que la moitié (54 %) des entreprises pétrolières et gazières ont des objectifs net nuls d'ici 2050, l'analyse de Carbon Tracker montre que 194 des nouveaux projets ne sont pas alignés avec un scénario climatique inférieur à 1,75 °C.

La majorité des investissements du secteur pétrolier et gazier (68 %) sont considérés par Carbon Tracker[10] en dehors de ce scénario climatique.

L'analyse de Carbon tracker montre également que seulement 26 % des entreprises d'électricité ont un plan d'élimination progressif du charbon compatible avec un scénario climatique inférieur à 1,75 °C (contre 13 % en 2019).

Par ailleurs, les analyses de 2° Investing Initiative[11] montrent que les entreprises du secteur de l'automobile n'investissent pas suffisamment pour opérer la transition des moteurs à combustion vers les moteurs électriques.

Grâce à ce travail, de nouvelles priorités ont été définies pour 2021 :

- dialoguer via le Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark ;
- produire un plan de décarbonisation sectoriel mondial ;
- poursuivre le développement du lobbying, de la transition juste et des autres indicateurs du Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark ;
- améliorer l'expérience des signataires et augmenter leur redevabilité.

Ces priorités s'ajoutent aux projets menés par les groupes de travail régionaux, et les engagements dirigés par les signataires avec des entreprises ciblées dans le monde entier.

En parallèle de ces actions, le FRR continuera d'apporter une contribution de long terme à la création d'une économie nette zéro par le « financement de la transition ». En effet, le FRR a soutenu, en 2020, des investissements dans la reconversion d'anciens sites industriels vers de nouveaux usages urbains, les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, la mobilité électrique, le stockage d'énergie, la méthanisation…

10. Carbon Tracker est un « think tank » basé à Londres qui étudie les effets du réchauffement climatique sur les marchés financiers. Carbon Tracker a popularisé la notion de « bulle carbone », qui décrit l'incompatibilité entre le développement continu du financement de projets de recherche, exploitation et utilisation de combustibles fossiles et la lutte contre le changement climatique.

11. La 2° Investing Initiative (2DII) est un groupe de réflexion indépendant à but non lucratif qui s'emploie à aligner les marchés financiers et la réglementation sur les objectifs de l'Accord de Paris.

Poursuite des investissements ciblant la transition énergétique en infrastructures, en obligations vertes et part verte de la gestion action passive et active

Au cours de l'année 2020, deux nouveaux fonds de financement d'infrastructures ont été sélectionnés pour un total d'engagement de 84,5 M€ et un fonds en portefeuille a également été ré-abondé pour 30 M€ supplémentaires.

Les engagements du FRR sur cette classe d'actifs ont ainsi augmenté de près de 30 % en cours d'année, ce qui porte ses engagements totaux à 454,5 M€, déployés dorénavant sur 8 fonds.

Les appels de fonds se sont élevés à 99,3 M€ et certains fonds ont procédé à des distributions pour un total de 17,8 M€.

La part des actifs localisés en France et des financements directs d'acteurs français du développement d'infrastructures est légèrement supérieure à 50 % de ces investissements.

La majorité des investissements portent sur des projets liés à la Transition Écologique et Énergétique, notamment les énergies renouvelables, la méthanisation, l'hydroélectricité, la biomasse et le biogaz.

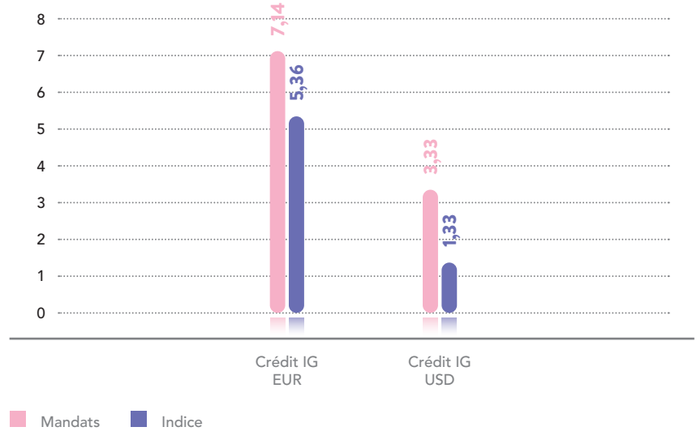
Une diversification dans la fibre optique, la mobilité et les villes intelligentes et durables ainsi que quelques infrastructures sociales complète ces financements.

Le financement de la transition énergétique par le FRR se matérialise également par la présence d'obligations vertes (« Green Bonds ») dans les portefeuilles de « Crédit Investment Grade » en euro et en dollar.

Au 31 décembre 2020, les Green Bonds représentent un volume de 442 M€ soit un équivalent de 1,68 % des encours globaux du FRR et 5,55 % des encours dédiés en obligations d'entreprises de qualité.

Plus précisément, les mandats de gestion en obligations d'entreprises de qualité en euros comptent 7,14 % de leurs encours dans cette catégorie d'obligations contre 5,36 % dans leur indice de référence. Ce poids est de 3,33 % pour les mandats en obligations d'entreprises de qualité en dollars près de 3 fois plus que l'indice de référence qui en comporte 1,33 %.

POIDS DES GREEN BONDS DANS LES POCHES CRÉDIT IG EUR ET USD VS LEURS INDICES AU 31/12/2020 (EN %)



Dans ses portefeuilles de gestion passive actions optimisée ESG, en sus des objectifs de décarbonation, le FRR vise aussi à favoriser les entreprises contribuant positivement à la transition énergétique. Cela se matérialise par des objectifs chiffrés par rapport aux indices de référence : augmentation de la part technologies vertes des portefeuilles ou surpondération des entreprises ayant une part significative de leur activité provenant de l'énergie renouvelable dans une poche actions qui représente 3.7 Mds€ à fin décembre 2020. À cette date, la part des technologies vertes du portefeuille est de 9 % contre 6 % pour l'indice de référence de la poche, soit une augmentation de 50 %. De plus, les entreprises ayant une part significative de leur activité provenant de l'énergie renouvelable sont surpondérées de près de 30 M€. À cela peuvent s'ajouter d'autres objectifs qui visent à améliorer les scores concernant le changement climatique ou la surexploitation des ressources des portefeuilles vis-à-vis des indices de référence.

Autre fait marquant en la matière cette année, la publication par les gestionnaires des mandats actions américaines et actions japonaises de l'empreinte carbone de leurs portefeuilles. L'analyse de l'alignement avec l'objectif 2 °C commence également à se développer, preuve que la problématique est dorénavant intégrée par les gestionnaires du FRR.

Le libellé du marché gestion active en obligations d'entreprises émises en euro lancé début 2020 fait apparaître pour la première fois le terme de « gestion responsable » pour une gestion obligataire. Cela souligne l'engagement du FRR à intégrer, et ce quelle que soit la classe d'actifs, une dimension responsable dans la gestion. En particulier, le FRR demande explicitement aux candidats sélectionnés de prendre en compte dans leur gestion des enjeux du changement climatique dont notamment la réduction des émissions et des réserves de CO_2, la contribution à la transition écologique et énergétique et l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 2 °C.

Les candidats ont donc été questionnés sur ces différentes thématiques et leurs réponses ont pesé dans la procédure de sélection de l'appel d'offres.

Les indicateurs d'empreinte environnementale témoignent d'une amélioration continue

Le renouvellement en 2019 du Marché sur la mesure et l'analyse de l'empreinte environnementale du portefeuille du FRR a permis de couvrir plus largement différents aspects de l'analyse du portefeuille du FRR : l'évaluation des risques climatiques du portefeuille du FRR, la mesure de la contribution à la transition énergétique et l'analyse des impacts environnementaux et des risques physiques.

Le rapport d'Audit Climatique et Environnemental remis par S&P Trucost est donc particulièrement dense et riche en enseignements. Il apporte au FRR un éclairage nécessaire au pilotage de sa stratégie d'investissement responsable.

La mesure des risques physiques ou de transition qui pèsent sur son portefeuille permet aux FRR d'évaluer les efforts à mettre en œuvre pour réduire les impacts négatifs du climat et encourager les activités et initiatives contribuant à la transition énergétique et écologique.

En 2020, le FRR a poursuivi l'alignement de son portefeuille sur une trajectoire 2 °C, voire 1,5 °C. À cet égard, son engagement dans l'initiative NZAO (Net Zero Asset Owner initiative) témoigne de son ambition de parvenir à la neutralité carbone de son portefeuille avant 2050, aux côtés d'autres grands investisseurs internationaux.

RAPPORT ANNUEL 2020

PRINCIPAUX INDICATEURS DU RAPPORT CLIMATIQUE

- Fin 2020, **l'empreinte carbone du portefeuille d'actions** monde du FRR s'élève à 174 tonnes équivalent CO_2 par million d'euros de chiffre d'affaires, en baisse de 25 % par rapport à 2019. Elle est inférieure de 39 % à celle de l'indice de référence du FRR. Sur le périmètre des actions développées, l'empreinte carbone s'élève à 161 tonnes équivalent CO_2 par million d'euros de chiffre d'affaires, 39 % en dessous de celle de l'indice de référence du FRR. Cette sur-performance découle du processus de décarbonation en cours depuis 2014 sur les portefeuilles actions développées en gestion passive ainsi que des efforts réalisés par les gestions actions actives des nouveaux mandats de gestion responsable. Depuis 2013, le portefeuille a réduit ses émissions de CO_2 de 55 %.
- En termes **d'alignement 2 °C**, l'évaluation de la trajectoire anticipée des émissions des entreprises en portefeuille sur la période 2012-2025 montre que les entreprises incluses dans les portefeuilles du FRR sont mieux positionnées que celles des indices de référence pour atteindre un objectif de 2 °C. Des efforts restent cependant à fournir car il apparaît que les estimations des températures des portefeuilles des actions de pays développés et émergents sont encore comprises entre 2 et 3 °C. La décarbonation des entreprises en portefeuille en 2020 est de moins de 1 % par an en moyenne sur la période de 2012-2025. Ce rythme n'est pas suffisant pour aligner le portefeuille du FRR avec une trajectoire compatible avec l'Accord de Paris.
- Concernant **la part verte**, le pourcentage de giga watts heure verts produits dans le portefeuille du FRR au sein du mix énergétique est très supérieur à celui de son indice (38 % contre 23 %) mais la part verte du portefeuille n'est pas encore alignée avec le Scénario 2 °C 2030 de l'Agence Internationale de l'Énergie qui en comporte 46 %.

  L'étude du portefeuille du FRR fait aussi apparaître que les obligations vertes des portefeuilles du FRR financent principalement des projets en lien avec les bâtiments verts et les énergies renouvelables. Le total des émissions évitées du portefeuille, évalué à partir des obligations vertes, est de 1 896 tCO_2e par million d'euros investis contre 1 294 tCO_2e en 2019.
- Pour mesurer **les risques de transition**, S&P Trucost a compilé un ensemble de données sur les prix futurs possibles du carbone afin d'estimer l'impact de différents scénarios 2° sur les résultats des entreprises et donc sur leur valorisation. L'analyse des risques de transition révèle que L'EBITDA à risque de l'ensemble des portefeuilles du FRR est inférieur à celui de ses indices.
- L'analyse des **risques physiques** révèle que les portefeuilles du FRR sont légèrement moins exposés aux risques physiques (stress hydrique, incendies, inondations, canicules, vagues de froid, ouragans, et montée des eaux) que leurs indices de référence. Seul le portefeuille d'actions des pays émergents y est plus exposé.

L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRISES NOTAMMENT PAR L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

L'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. Cette dimension cherche, en effet, à promouvoir la clarté et l'équilibre des pouvoirs des instances dirigeantes ainsi que la qualité des informations fournies aux actionnaires, le respect de leurs droits et de l'intégrité de leurs votes. Elle est, en conséquence, l'un des éléments qui contribue fortement à la pérennité de la communauté des entreprises, à la continuité de la stratégie qu'elles conduisent, à la manière dont elles exercent leurs responsabilités vis-à-vis de l'ensemble de leurs parties prenantes. Tous ces éléments contribuent directement à leur bonne valorisation dans l'avenir.
- Le fait que le FRR soit un investisseur de long terme. Il a choisi de privilégier dans la structure de portefeuille et 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.

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

Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote 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.

Pour l'aider dans son suivi, le FRR travaille sur la notation de la qualité de la gouvernance de son portefeuille actions des pays développés. Cette approche nouvelle, et analytique permettra au FRR de mieux comprendre les composantes essentielles de la gouvernance de ce portefeuille. Cette activité exercée par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de participer en 2020 à 1 532 assemblées générales et de voter sur plus de 20 000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à près de 99 % des assemblées générales votables.

Les Gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions présentées lors des assemblées générales à 81,04 % POUR, 18.96 % CONTRE dont 6.95 % sur les résolutions de « say on pay » présentées par les sociétés.

La plupart des votes contre portent notamment sur des résolutions concernant les rémunérations (25 % de votes contre), l'élection et la nomination des administrateurs (12 % de vote contre), et les opérations ayant un impact sur la modification du capital de la société (27 % de votes contre).

Le FRR est très vigilant sur la prise en compte des enjeux extra-financiers, notamment sociaux, sociétaux et environnementaux par les conseils d'administrations, sur la prise en compte des recommandations de la TCFD et sur la diversité dans les conseils, mais aussi au sein des comités exécutifs des sociétés dont il est actionnaire.

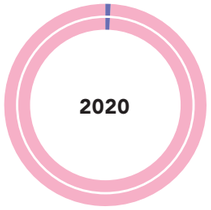
Enfin, le FRR est de plus en plus sensible aux résolutions externes ou à celles portant sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Le FRR observe un réel engagement de ses gestionnaires en la matière et notamment sur le soutien des demandes permettant de mieux comprendre l'inscription de l'activité de la société face aux changements et aux enjeux climatiques, sociaux et environnementaux.

L'engagement avec les entreprises du portefeuille : un axe fort de la gestion actions passive optimisée et des nouveaux mandats de gestion active actions

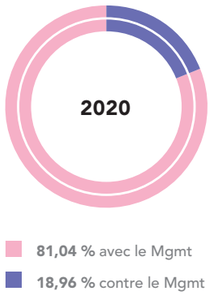
Au sein de la poche de gestion optimisée actions ESG représentant 3,7 Mds€, la politique responsable souhaitée par le FRR s'applique aussi lors des votes aux assemblées générales.

L'année 2020 a été marquée par la pandémie de la Covid-19 qui a impacté les marchés mondiaux début 2020, perturbant la saison des assemblées générales, et plus largement, le fonctionnement des entreprises. Les assemblées générales virtuelles ont logiquement atteint un record historique en 2020, tout en n'effaçant pas les inquiétudes liées aux annulations et reports d'assemblées générales ainsi qu'à la participation des actionnaires. C'est donc dans ce cadre particulier que les gestionnaires ont exercé les droits de vote du FRR pour les mandats sous gestion.

POURCENTAGES D'AG VOTÉES EN 2020



POURCENTAGES D'APPROBATION



Les gestionnaires des mandats passifs de gestion optimisée ont ainsi participé à 878 Assemblées Générales et voté sur plus de 13000 résolutions dont près de 450 résolutions d'actionnaires. En moyenne, les gestionnaires ont voté CONTRE à près de 20 % des résolutions passées sous revue. Les votes contre ont essentiellement concerné la rémunération lors d'une année difficile d'un point de vue économique et social pour les entreprises, et les opérations en capital concernant des rachats d'actions dans le contexte sanitaire de la Covid-19 et de la forte baisse des marchés. Pour les votes concernant la rémunération, les gestionnaires se sont opposés à plus de 40 % de ces résolutions pour certains mandats. En 2020, les gestionnaires ont aussi été vigilants sur les politiques de distribution de dividendes et de rachats d'actions proposées par les émetteurs. L'objectif visait à s'assurer de la soutenabilité des équilibres financiers et d'un niveau de liquidité suffisant conservé au sein des entreprises. De plus, les gestionnaires ont aussi été attentifs à la politique de distribution des entreprises ayant eu recours aux aides gouvernementales visant à maintenir l'emploi des salariés.

L'un des thèmes majeurs en 2020 a également porté sur la transition énergétique et la trajectoire de décarbonation des émetteurs. Les gestionnaires ont ainsi examiné avec soin les plans de transition énergétique ainsi que les engagements pris par les sociétés. Ils ont soutenu les résolutions d'actionnaires demandant plus de transparence et de mise à disposition de rapports d'informations sur ces sujets. En outre, l'un des gestionnaires a participé au dépôt d'une résolution « Climat » demandant que l'entreprise visée fixe et publie des objectifs clairs de réduction de gaz à effet de serre (Scope 3 inclus) qui soient alignés sur l'Accord de Paris sur le Climat, les nouveaux objectifs climatiques publiés par l'entreprise avant l'Assemblée Générale de 2020 étant estimés insuffisants pour le gérant. Près de 17 % des votants ont soutenu ladite proposition.

Au-delà du vote aux assemblées générales, les gestionnaires engagent aussi des dialogues avec les entreprises détenues. Ainsi, en 2020, près de 750 dialogues ont été initiés ou poursuivis avec plus de 300 émetteurs. Ces dialogues ont majoritairement concerné la transition énergétique et la gouvernance d'entreprise, mais aussi le respect des normes internationales et les controverses. Ces engagements ont pris essentiellement la forme de participation à des initiatives collectives, mais 15 % des engagements, soit environ 100 initiatives, ont été des dialogues directs initiés ou poursuivis par les sociétés de gestion.

Le renouvellement des mandats actions américaines et japonaises gérés activement, s'est accompagné d'un renforcement des exigences en termes d'intégration des risques ESG dans les décisions d'investissement. Les gestionnaires retenus pour ces classes d'actifs étaient déjà au-dessus des objectifs affichés dans les mandats et ils ne cessent d'améliorer leur profil en la matière. Toutes les équipes de gestion, que ce soit aux États-Unis ou au Japon, ont maintenant des experts dans le domaine de l'investissement responsable. Cet aspect est même souvent intégré dans l'ensemble de la plate-forme de recherche.

Afin de compléter l'évaluation des facteurs de risque ESG par les analystes, les gestionnaires font également appel à des partenaires de recherche externes pour fournir des rapports détaillés au niveau des entreprises. Ces rapports les aident à vérifier et à remettre en question les opinions et approches internes. Plusieurs disposent également d'un système propriétaire pour analyser et enregistrer les décisions de vote par procuration des gestionnaires de portefeuille et les activités d'engagement.

Par ailleurs, certaines sociétés ont leurs propres spécialistes à temps plein en matière de gouvernance d'entreprise et d'affaires législatives mondiales intégrés aux équipes de recherche. Ces experts travaillent avec les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille pour les aider à comprendre les risques politiques, de gouvernance et réglementaires pertinents.

À l'image des autres mandats de gestion active d'actions, les mandats de petites capitalisations françaises et européennes ont aussi une dimension forte de gestion responsable.

Cela induit, entre autres impératifs, un dialogue avec les entreprises en portefeuille.

Pour en rendre compte, il est demandé aux gestionnaires un rapport régulier sur les thématiques d'engagement, un témoin de l'avancement de ce dialogue et son implication dans les décisions de gestion. Cet état des lieux réguliers est une source d'échanges nourrie entre les sociétés de gestion et le FRR, au gré des comités de gestion financière.

Ainsi, en 2020, toutes sociétés de gestion confondues, des actions d'engagements ont été initiées ou poursuivies avec près de 150 sociétés (cumul des engagements de chacun des gestionnaires de ces deux marchés, avec des couvertures de sociétés communes possibles).

DE NOUVELLES EXIGENCES DE REPORTING EN MATIÈRE ESG

Dans le cadre du suivi des portefeuilles investis sur différentes classes d'actifs et différentes zones géographiques, des compléments d'exigence demandés par le FRR pour ces mandats ont été ajoutés. En effet, des éléments complémentaires de reporting à la fois quantitatifs et qualitatifs rendant compte des actions mises en œuvre en matière ESG sont désormais exigés.

En premier lieu, les gestionnaires fournissent chaque mois un reporting confirmant le respect des différentes exclusions du FRR.

Depuis 2020, le FRR exige un reporting qualitatif conforme d'une manière générale aux exigences de l'article 173 de la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte, ainsi qu'aux différentes dispositions du décret d'application. Ce reporting dédié aux aspects ESG doit ainsi comprendre a minima les éléments suivants :

- Un reporting concernant les engagements pris en termes d'investissements socialement responsables par le gestionnaire qui indique le type d'enjeux Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance (ESG) sur lesquels il porte son attention dans le cadre de l'univers d'investissement ; la manière dont il tient compte de ces enjeux extra-financiers dans sa recherche et son analyse des entreprises, et s'ils sont considérés comme ayant un impact sur la sélection de titres ou la construction du portefeuille ; le suivi de ces engagements pris dans le cadre des mandats de gestion, y compris en termes de ressources et d'organisation (évolution des équipes, moyens techniques…).
- Un reporting qualitatif mettant en avant notamment les investissements dans le secteur des écotechnologies (« clean technology ») ou ceux contribuant à la transition énergétique, le dialogue ou l'activité d'engagement avec des émetteurs sur des enjeux extra-financiers, la participation à des groupes de réflexions ou des initiatives internationales en matière d'ESG, de carbone, de transition énergétique, etc.
- Un reporting des notations ESG des entreprises en portefeuille fournissant des éléments récapitulatifs des notes ESG des prestataires d'analyse extra-financière, ou celles établies en interne, de chacun des titres des mandats de gestion.

Enfin, l'exercice des droits de vote par les différents gestionnaires doit être effectué en conformité avec les « Lignes Directrices relatives à l'exercice des droits de vote » rendues publiques par le FRR sur son site Internet. Il donne aussi lieu à un reporting régulier.

En dehors de ces éléments, d'autres éléments sont susceptibles d'être intégrés au reporting ESG au fur et à mesure de la vie du Marché et sont discutés régulièrement entre le Gestionnaire et le FRR.

Une politique d'exclusion lorsque le dialogue ne peut aboutir

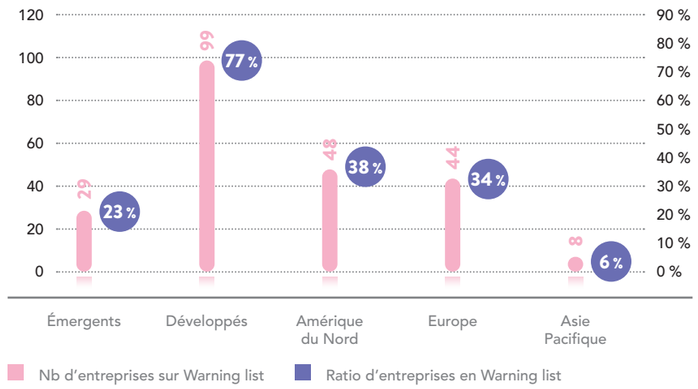
Des risques pour le FRR peuvent naître du non-respect, par des entreprises dans lesquelles il est investi, de principes universellement reconnus, tels que ceux du Pacte mondial des Nations Unies et des Principes d'Investissement Responsable, ceux de bonne gouvernance comme l'International Corporate Governance Network (ICGN) ou encore ceux de conventions internationales ratifiées par la France, en particulier celles sur les armes non conventionnelles et le tabac.

Vigeo Eiris couvre 95 % de la capitalisation du portefeuille consolidé. 2765 entreprises sont analysées sur 5212 en portefeuille. Vigeo Eiris a identifié, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR, 128 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée, de façon fréquente ou persistante associée à un manque de réactivité de leur part. C'est un nombre identique à l'année dernière sur le périmètre actions plus obligations.

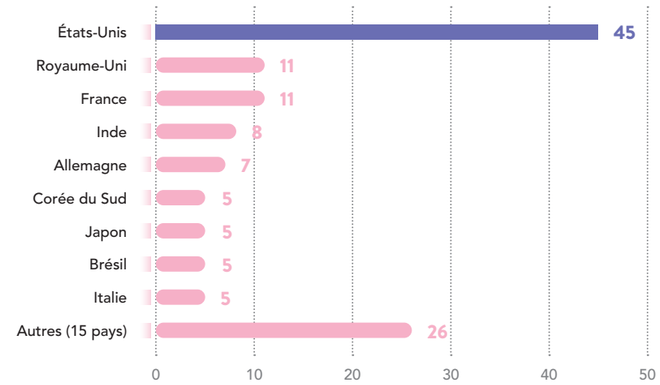
La répartition de ces controverses graves est défavorable aux pays développés : 99 entreprises sont issues de pays développés dont 48 des États-Unis. 29 entreprises sont issues des pays émergents. Parmi ces 128 entreprises :

- 94 entreprises appartiennent aux listes 2019 et 2020 ;
- 3 entreprises sont nouvelles dans le portefeuille Obligations ;
- 31 entreprises font leur entrée dans cette liste mais faisaient déjà partie des investissements à fin 2019. Ces entrées proviennent donc d'une dégradation de la gestion de leurs controverses. C'est le cas notamment d'Exxon Mobil, Uber Technologies, Westpac Banking et Chevron qui enregistrent le plus grand nombre de controverses parmi les entreprises concernées.

NOMBRE ET RATIO D'ENTREPRISES EN WARNING LIST PAR ZONE



NOMBRE D'ENTREPRISES EN WARNING LIST PAR PAYS



Pour donner plus de force à son action, le FRR a mis en place une procédure de gestion des controverses sévères qui peut conduire à l'exclusion quand toutes les démarches de dialogue et d'engagement ont échoué. Il recourt désormais de manière plus étendue à l'exclusion de certaines entreprises, les producteurs d'armes controversées notamment, de certains secteurs comme le tabac ou le charbon et de certaines zones géographiques en ce qui concerne les entreprises ayant leur siège social dans un pays des listes française et européenne des États et territoires non coopératifs.

Chaque année, le FRR publie une liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement Responsable du Conseil de surveillance. Cette liste est mise à jour dans le courant du premier semestre de chaque année et publiée sur le site internet du FRR. Aujourd'hui, elle se repose 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 à sous munitions, de mines anti-personnel, d'armes chimiques et bactériologiques ou de leurs composantes clés. En 2020, 12 entreprises identifiées dans l'univers d'investissement du FRR sont placées sur la liste d'exclusion.

Entreprises	Pays
Anhui GreatWall Military Industry	Chine
Aryt Industries	Israël
BEML	Inde
Bharat Dynamics	Inde
China North Industries Corp	Chine
China North Industries Group	Chine
LIG Nex1	Corée du Sud
Lockheed Martin	USA
Northrop Grumman	USA
Premier Explosives	Inde
Solar Industries India	Inde
Textron	USA

L'accompagnement des entreprises au sein du capital investissement

Depuis ses premiers mandats de capital investissement de 2007, le FRR exige des reportings complets de la part de ses gestionnaires en imposant notamment un important volet ESG afin de développer, de mesurer et de vérifier l'impact de ses investissements sur les entreprises et leur écosystème.

En pratique, le FRR s'attache à ce que ses gestionnaires réalisent un bilan ESG pré-acquisition, sensibilisent les dirigeants aux enjeux ESG, définissent des axes d'amélioration au cours des années à venir afin de favoriser le développement de l'entreprise et de la préparer au meilleur niveau d'exigences ESG possible et ainsi favoriser la cession.

Les exigences du FRR ont été force de traction pour les sociétés de gestion, qui développent de façon croissante et poussée le suivi des aspects ESG, avec l'adhésion des équipes dirigeantes des sociétés en portefeuille.

Les participations sont suivies dans leurs engagements ESG. L'accompagnement des entreprises est actif et s'orchestre souvent autour d'une feuille de route ESG rédigée dès l'acquisition, adaptée aux enjeux propres de chacune des sociétés et suivie tout au long de la vie de la participation.

Si, suivant la taille des entreprises et les secteurs sur lesquelles elles opèrent, les leviers diffèrent concernant l'aspect « Environnement », les sociétés de gestion sont très actives sur les parties « Social » et « Gouvernance » avec notamment la structuration des conseils d'administration.

Par ailleurs, pendant cette année 2020, au-delà de l'accompagnement dans l'intégration croissante des aspects ESG, les sociétés de gestion sélectionnées ont démontré leur capacité à supporter les participations en période de crise. En effet, elles se sont intensément mobilisées pour aider les sociétés en portefeuille à traverser le mieux possible cette pandémie (assistance dans la mise en place des aides gouvernementales, dans les évolutions organisationnelles…) et à anticiper la sortie de la crise.

Parmi les gestionnaires très actifs dans l'intégration des enjeux ESG, Swen Capital Partners a créé un guide des bonnes pratiques dédié à l'industrie du non coté et décerne chaque année depuis 6 ans un prix récompensant les acteurs sur leurs démarches et les progrès réalisés. Plusieurs gestionnaires du FRR ont déjà été nominés ou récompensés ces dernières années et, en 2020, le jury comportait un membre de l'équipe du FRR.

RAPPORT ANNUEL 2020

Le score ESG du portefeuille ESG

L'analyse du portefeuille d'actions monde du FRR à fin 2020 met en évidence un score ESG moyen de 43,9/100, supérieur de 0,9 point à celui de son indice de référence. 35 % des investissements du portefeuille portent sur des valeurs affichant une performance robuste ou avancée contre 33 % pour le benchmark, tandis que la part portant sur des valeurs du portefeuille ayant un score faible est de 19 % et de 20 % pour l'indice de référence.

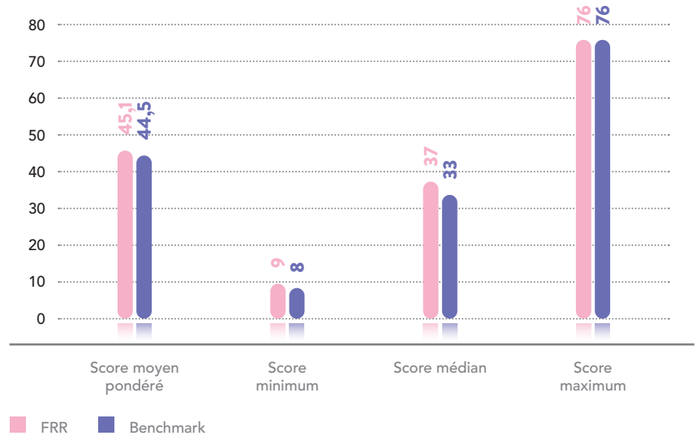
Sur le périmètre limité au portefeuille d'actions des pays développés, sur lequel la politique d'investissement responsable du FRR est opposable aux sociétés de gestion, le score ESG moyen de 45,1/100 est supérieur de 0,6 point à celui de son benchmark.

Par ailleurs, le portefeuille d'actions des pays développés présente une meilleure répartition des investissements par niveau de notation pour le portefeuille FRR : 37 % des investissements du portefeuille portent sur des valeurs affichant une performance robuste ou avancée contre seulement 35 % pour le benchmark. La part portant sur des valeurs ayant un score faible au sein du portefeuille est de 16 %, contre 17 % dans l'indice de référence.

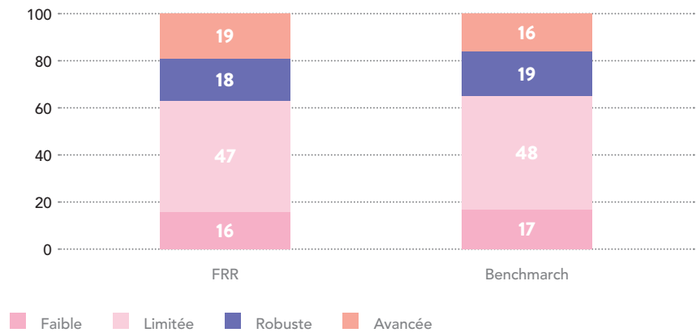
Cette performance provient de l'application, dans les mandats du FRR, de sa politique d'investissement responsable.

Concernant le portefeuille d'obligations d'entreprises hors souverains, le score ESG moyen de 45,7 est également supérieur à celui de l'indice de référence qui ressort à 45,3.

COMPARAISON DES SCORES ENTRE LE PORTEFEUILLE ACTIONS DÉVELOPPÉES ET LEUR BENCHMARK



RÉPARTITION DES SCORES DES ENTREPRISES DÉVELOPPÉES (EN %)



4

L'IMPACT DU FRR
SUR SON ÉCO-SYSTÈME

IMPACT SUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION ET LES CHOIX DE GESTION

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

L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif tant sur l'aspect social, en permettant de loger plus de 10 000 personnes sous conditions de ressources avec une économie de loyer, qu'environnemental, en construisant des logements aux consommations maîtrisées en centre-ville ou en continuité de la ville, évitant ainsi l'étalement urbain. 71 % des logements proposés sont ainsi situés en zone A et A bis avec une décote moyenne de 13 %, 91 % sont situés à moins de 500 m d'un transport en commun. Les consommations d'énergie sont inférieures de 13 à 30 % aux normes réglementaires pour plus de 70 % du parc construit.

Par ailleurs, l'investissement dans le fonds Brownfields dont l'objectif est la dépollution et la reconversion des friches urbaines et industrielles permet une réhabilitation de sites pollués et ainsi de lutter contre l'étalement urbain et l'artificialisation des sols. La reconversion des friches en zone urbaine, en contribuant à densifier les centres urbains et à limiter les nouvelles constructions en périphérie, favorise la réduction des émissions de CO_2 liés aux déplacements d'environ 33 %.

Enfin, les fonds de biotech ou medtech sélectionnés par le FRR financent des innovations ciblant les besoins médicaux non satisfaits et permettent ainsi de traiter des patients en impasse thérapeutique.

IMPACT SUR LES PRESTATAIRES DE DONNÉES EXTRA-FINANCIÈRES

Depuis plusieurs années, le FRR travaille avec les fournisseurs d'indices afin que ces derniers intègrent dès la construction des indices des critères extra-financiers. Ces travaux avaient ainsi abouti en 2013 à la création des indices Low Carbon Leaders avec MSCI. Le FRR continue ces travaux avec les différents fournisseurs d'indices et, en 2020, la plupart des indices « smart beta » customisés utilisés par le FRR intègrent dans leur méthodologie de construction un mécanisme de contrôle des émissions carbone afin que ces dernières ne dépassent pas leur niveau dans l'indice pondéré par les capitalisations équivalent.

Le FRR travaille aussi avec les sociétés de gestion et les fournisseurs de données extra-financières afin d'améliorer et de faire converger les méthodologies de calcul des données ESG et les pratiques quant à leur utilisation car, pour les gestions optimisées ESG entre autres, la qualité de la donnée ESG est essentielle. Ainsi, au cours des dernières années, le FRR a instauré un dialogue entre les sociétés de gestion et les fournisseurs d'indices afin d'harmoniser les méthodologies de calcul de la part charbon concernant plusieurs grands acteurs du secteur Services aux collectivités. Ces différents engagements ont abouti à plus de cohérence de la part des fournisseurs de données dans les méthodologies afin de mieux prendre en compte l'activité des entreprises étudiées. À titre d'exemple, les méthodologies concernant la consolidation des résultats des filiales au sein d'une société mère ou la prise en compte des flux inter-entreprise sont aujourd'hui mieux appréhendées par certains fournisseurs de données charbon, ce qui permet d'avoir une gestion responsable plus fidèle à la réalité économique des entreprises.

RAPPORT ANNUEL 2020

IMPACT SUR LES OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE

Le FRR dispose d'une analyse de la performance relative au Pacte Mondial et aux Objectifs de Développement Durable (ODD) de son portefeuille d'actions. Le Pacte mondial a pour objectif de traduire les Objectifs de Développement Durable (ODD) en langage compréhensible pour les entreprises. Cela permet, notamment au FRR d'analyser son portefeuille au travers des ODD. Les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) ont été adoptés en septembre 2015 par 193 pays aux Nations Unies, à la suite des Objectifs du Millénaire pour le Développement.

L'analyse montre que les entreprises dans lesquelles le FRR investi ont une intégration des 10 principes du Pacte mondial supérieure à celles de son univers d'investissement. Le pourcentage d'investissement portant sur des valeurs affichant une intégration avancée des principes du Pacte mondial est de 24 % pour le portefeuille du FRR contre 22 % pour le benchmark.

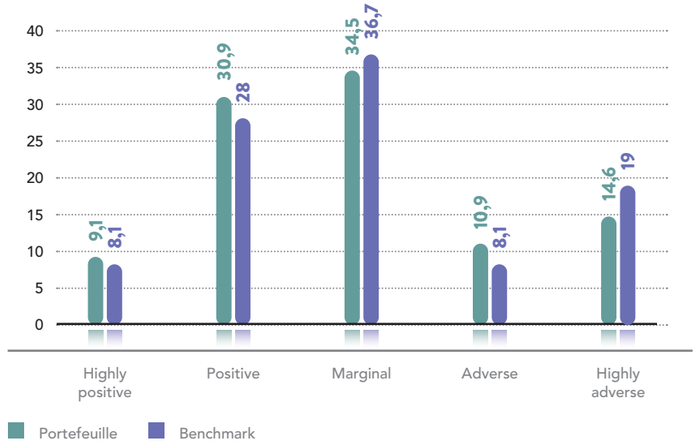
La contribution du portefeuille aux ODD est analysée sous l'angle des produits et services de l'entreprise mais aussi en fonction de son comportement selon 8 sous-thèmes liés aux produits et au comportement de l'entreprise. L'opinion sur le niveau global de contribution d'une entreprise aux ODD, de « très positif » à « très négatif », est calculée en prenant en compte sa performance ESG sur 8 thèmes, par rapport à ses pairs géographiques.

Les contributions « positive » et « très positive » du portefeuille d'actions du FRR sont de 40 % contre 36.1 % pour le benchmark. S'agissant du portefeuille d'obligations, les contributions « positive » et « très positive » du portefeuille se montent à 41.9 % contre 39.1 % pour le benchmark.

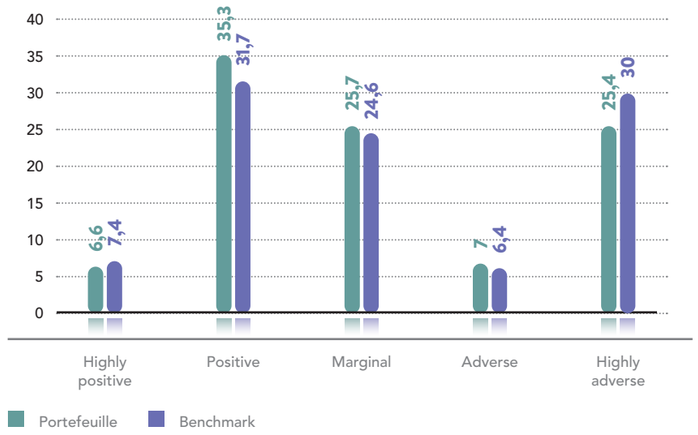
24 %
Fonds

22 %
Benchmark

CONTRIBUTION AUX OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE DES ACTIONS (EN POURCENTAGE)



CONTRIBUTION AUX OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE DES OBLIGATIONS (EN POURCENTAGE)



IMPACT GLOBAL SUR L'ENVIRONNEMENT : LA MESURE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE

Enfin, l'empreinte environnementale du portefeuille quantifie l'impact environnemental global des émissions de gaz à effet de serre, l'utilisation d'eau, des déchets, des polluants de l'air, du sol, et de l'eau, ainsi que l'utilisation des ressources naturelles. L'analyse du portefeuille conclut que chaque million d'euros de revenus génèrent un coût de capital naturel de 3 à 5 % (2.9 % pour le portefeuille d'actions développées, 4.8 % pour le portefeuille d'actions émergentes). C'est en moyenne moins que les indices de référence du FRR (-23 % pour les portefeuilles actions et -6 % pour les portefeuilles obligataires hors souverains).

LE FRR CONTRIBUE AU FINANCEMENT DE LA RECHERCHE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

En plus de soutenir le FIR (Forum pour l'investissement Responsable) et son Prix annuel, le FRR finance la chaire Finance durable et investissement responsable de la Toulouse School of Economics et de l'École polytechnique depuis 2007.

La chaire Finance durable et investissement responsable codirigée par Sébastien Pouget (Toulouse School of Economics - TSE) et Patricia Crifo (École polytechnique) a été créée en 2007 sous l'impulsion du Fonds de Réserve pour les Retraites.

En 2020, le FRR s'est impliqué particulièrement dans un projet relatif à la participation des employés. Ce projet, mené par Patricia Crifo de l'École polytechnique, propose de mesurer empiriquement comment la participation des employés affecte les performances financières et non-financières des entreprises.

En effet, les récents débats en France pour redéfinir le rôle et les missions des entreprises, la littérature sur l'implication des travailleurs dans la stratégie et les décisions des entreprises enrichit la vision d'une relation de travail fondée uniquement sur le cadre de subordination. Au-delà de cette définition générique, la notion d'implication ou de participation des salariés recouvre un grand nombre de pratiques très différentes. En particulier, l'implication des employés peut être mise en œuvre au niveau des opérations mais aussi au niveau stratégique.

La loi PACTE (Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises), votée en France en avril 2020, est une parfaite illustration de ce mouvement, en plaçant les questions de responsabilité d'entreprise et la participation des salariés au cœur du débat.

La France impose désormais deux administrateurs élus par les salariés pour les conseils de plus de huit membres (un sinon). En Europe, treize États membres de l'UE assurent déjà aux salariés le droit de voir leurs intérêts représentés au sein du conseil d'administration de leur entreprise.

La méthodologie utilisée, par les chercheurs de la Chaire, consiste à estimer l'impact de ces réformes en comparant les résultats de deux groupes d'entreprises de caractéristiques similaires, à l'échelle européenne. Dans le premier groupe, les entreprises appliquent la réforme, au contraire de celles du deuxième groupe.

Après une phase complexe de constitution de la base de données à partir de différentes sources BoardEx, FactSet, Vigeo Eiris et Bloomberg et de travail préparatoire sur celle-ci, des résultats préliminaires obtenus en 2020 mettent en évidence que la représentation des salariés au conseil d'administration semble avoir des effets sur la gouvernance de l'entreprise avec notamment l'apparition plus fréquente de l'indexation des bonus des dirigeants sur la performance RSE de l'entreprise. Ces résultats seront approfondis et consolidés en 2021.

5

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 (DPRF) 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.

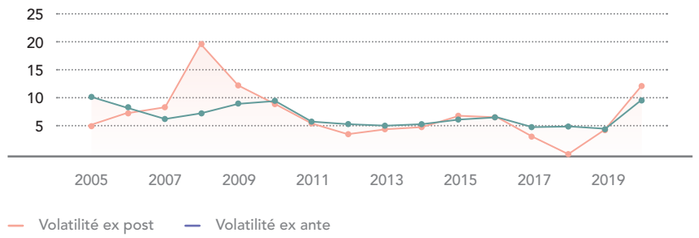
LES RISQUES FINANCIERS

À la suite des fortes hausses de volatilité des marchés en 2020, les mesures de risques financiers ex-ante qu'utilise le FRR pour encadrer la gestion de ses prestataires ont fait l'objet d'études étayées (notamment la « Tracking Error » ou TE, et la « sensibilité pondérée par les spreads » SPS ou « Duration times spread » DTS). Un panorama complet des méthodes et des logiciels de calcul en usage chez les gestionnaires a été réalisé (à la fois par sondage et de façon très approfondie).

L'analyse des résultats a ouvert la voie à une harmonisation des différentes approches des gestionnaires et de celle du FRR, dans la mesure du possible. Ainsi, dans un but d'optimisation du suivi des risques, le FRR a ajusté son paramétrage de TE avec celui en vigueur chez la plupart des gestionnaires tout en restant cohérent avec son « back-testing » réalisé il y a 4 ans et réactualisé en 2020. Ce changement a néanmoins eu un très faible impact sur les mesures de risques du portefeuille global du FRR.

Parallèlement, pour l'encadrement du risque de crédit de ses gestionnaires obligataires, le FRR s'est efforcé de normaliser l'approche de calcul chez ses gestionnaires pour la SPS (ou DTS) en prenant plus en compte les risques sur les remboursements anticipés pour les titres de quasi-fonds propres.

VOLATILITÉS ANNUELLES CONSTATÉES (EN %)



Dans le cadre de l'augmentation des investissements du FRR en capital investissement et en infrastructures, le DPRF s'est doté d'un outil de suivi de ces classes d'actifs afin de contrôler les niveaux de concentration (sectorielle, géographique et par entreprise) ainsi que les contraintes internes du cadre de risque.

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 puis 1,45 milliard par an de 2025 à 2033. Par ailleurs, de façon exceptionnelle, le FRR a reversé l'intégralité de la soulte CNIEG de 5 milliards d'euros à l'ACOSS en juillet 2020. Sur l'année, le surplus a baissé de 13,3 milliards d'euros essentiellement du fait de la mise en place du nouveau passif jusqu'en 2033 (13,05 Mds d'euro en valeur nominale), et s'élève au 31 décembre 2020, à 4,3 milliards d'euros, soit une performance du surplus sur l'année 2020 de -1,87 %. Dans le but de communiquer selon les standards de place pour la gestion ALM de réserve des retraites, le suivi du risque a été basculé en ratio de financement.

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 12,1 % en 2020 (contre 4,07 % en 2019) pour un rendement annuel de 1,01 % (contre 9,66 % en 2019). La volatilité ex-ante a été en moyenne de 9,5 % en 2020, contre 4,3 % l'année précédente.

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

Ainsi, la perte potentielle moyenne estimée à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 30,70 % de l'actif du FRR (contre 11,05 % fin 2019), soit 8,11 milliards d'euros. Cette hausse importante s'explique par les niveaux de volatilité élevés constatés sur les marchés actions en 2020.

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. À fin 2020, leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 27,18 % de l'actif du FRR, soit 7,18 milliards d'euros (contre 10,65 % fin 2019).

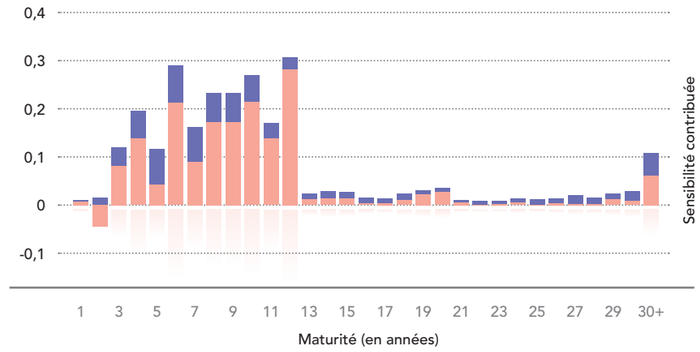
Le risque de taux d'intérêt

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 3,51 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,93 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 0,40 % à fin 2019).

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux a augmenté, passant de 1,88 fin 2019 à 2,47[12] fin 2020. 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 2,47 %, soit environ 0,65 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 en raison de la mise en place de couvertures stratégiques et tactiques.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse de la valeur du passif du bilan du FRR de 6,00 %. Sa sensibilité était de 2,33 fin 2019 et a augmenté du fait de l'allongement de ce passif décidé en 2020 (versements supplémentaires de 1,45 milliard par an de 2025 à 2033).

CONTRIBUTIONS DE SENSIBILITÉS DU PORTEFEUILLE PAR TYPE D'ACTIFS ET PAR MATURITÉS



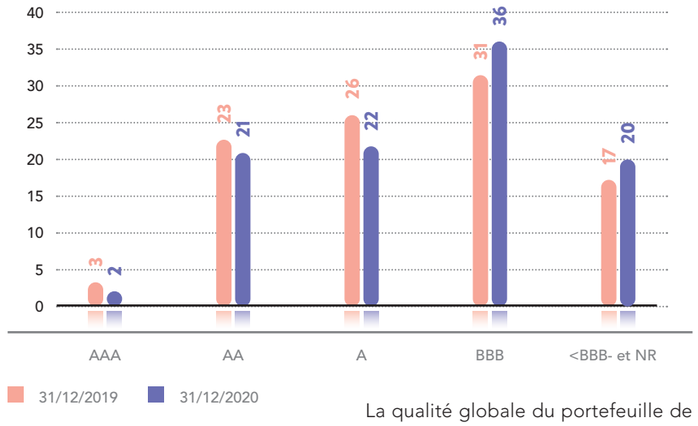
Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêtés de 2019 et 2020. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NR
31/12/2019	3 %	23 %	26 %	31 %	17 %
31/12/2020	2 %	21 %	22 %	36 %	20 %

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

RÉPARTITION DE LA POCHE TAUX PAR NOTATION (EN %)



La qualité globale du portefeuille de produits de taux du FRR en 2020 est moindre que celle de 2019 ; 80 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature (« catégorie investissement ») contre 83 % fin 2019. Cela est essentiellement dû à une évolution de l'allocation des investissements taux, plus orientée vers des titres à haut rendement (Dette Privée et High Yield notamment).

La notation moyenne[13] du portefeuille de taux du FRR, BBB- à fin décembre 2020 est restée stable par rapport à fin 2019.

Afin d'affiner son suivi du risque de crédit, le FRR a élaboré un nouvel outil lui permettant de suivre l'évolution des dégradations des notations, indépendamment des gestionnaires d'actifs du FRR, sur un pas hebdomadaire pour les poches Crédit Euro et Crédit US. Cet outil permet d'anticiper les fortes dégradations d'émetteurs ou d'émissions détenues au sein de nos mandats. En cas de « downgrade » alarmant, ce dernier est notifié lors du Comité des risques mensuel par l'équipe de Gestion des Risques financiers. En 2020, deux alertes ont été générées à partir de cet outil.

De plus, la perte potentielle liée à la migration corrélée de la qualité des crédits des émetteurs[14] est également mesurée sur le portefeuille Crédit du FRR. Au 31/12/2020, la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an du portefeuille Crédit s'élève à 8,6 % (contre 5,2 % en 2019), celle de la poche de performance à 16 % contre 6,8 % pour la CVaR Crédit de la poche de couverture (contre respectivement 9,6 % et 3,9 % en 2019). Les actifs de performance contribuent à hauteur de 38 % à la CVaR Crédit (contre 45 % en 2019), contre une contribution de 62 % pour les actifs de couverture (versus 55 % en 2019).

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[15] Bank, limites par contrepartie. Fin 2020, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 718 millions d'euros (contre 811 millions d'euros fin 2019), 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

13. Il s'agit d'une moyenne de l'encours des actifs par notation pondérée par les taux de défauts cumulés à six ans constatés entre 1983 et 2019 sur cette même notation.

14. La CVaR Crédit prend en compte les probabilités historiques de migrations des notations des émetteurs par secteurs alors que la CVaR marché capte uniquement l'évolution des spreads de crédit (à qualité de crédit stable) pour estimer le risque.

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

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

Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. L'allocation stratégique est intégralement couverte sauf sur les actifs de performance couverts à 90 %, les actifs libellés en devises émergentes ne sont pas couverts car 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 du portefeuille se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (TE ex ante). Cette notion se définit comme l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille réel et l'allocation cible de référence.

En 2020, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de TE définies dans les mandats de gestion, toutefois quelques dépassements ont été constatés, notamment à la suite de la forte hausse de la volatilité sur les marchés actions et en raison de disparités de modélisation stochastique de ce risque entre le FRR et ses gestionnaires.

À la fin de l'année 2020, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 111 points de base (contre 56 points de base l'année précédente). Cet écart comprend, d'une part, les effets de sélection (gestion active des gestionnaires, choix d'indices différents de ceux de l'allocation stratégique…), et d'autre part 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 gestionnaires des mandats de crédit de bonne qualité d'une marge de diversification en titres de moindre qualité de signature, le FRR a encadré leur gestion par une limite définie relativement à leur benchmark. Cet encadrement repose sur la mesure de la Sensibilité de la valeur de tous les titres du portefeuille à la variation du spread de crédit pondérée par le spread de ces mêmes titres (SPS). Cette sensibilité reflète le niveau de risque de crédit pris à travers ces deux éléments : 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 sa « sur » ou « sous » exposition au risque de crédit relativement à son benchmark.

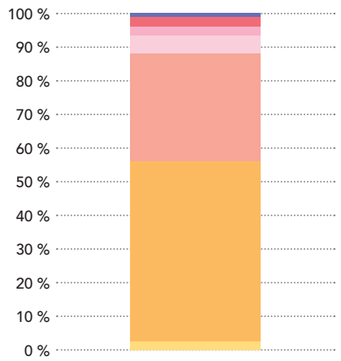
Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés

Le FRR ne peut investir dans des contrats financiers que dans de bonnes conditions de sécurité : son cadre réglementaire est celui du Code Monétaire et Financier et du règlement général de l'AMF[16] concernant les OPC coordonnés français.

16. Autorité des Marchés Financiers.

MESURE DE LA LIQUIDITÉ DES FONDS DÉDIÉS INVESTIS EN ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES, EUROPÉENNES ET AMÉRICAINES

% des encours des petites et moyennes capitalisations pouvant être liquidés sur un nombre de jours donné, au 31/12/2020



Le FRR applique donc les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers à terme définis par la réglementation AMF de juin 2018 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC.

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. L'engagement à fin 2020 représente 17,76 % (contre 18,12 % fin 2019) de l'actif du Fonds. Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 %.

Le risque de liquidité des actifs gérés

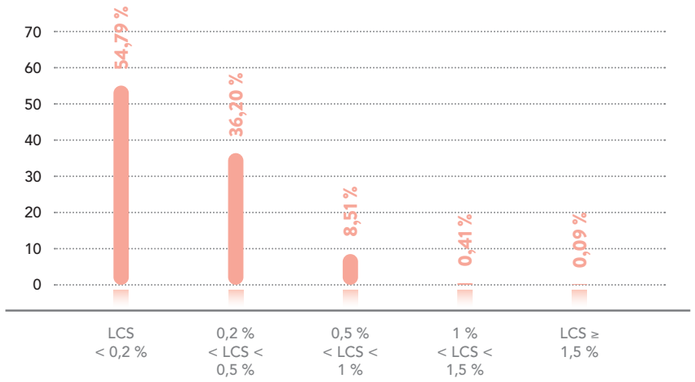
Une limite d'emprise sur les OPC a été définie par l'arrêté du 24 mai 2016, lequel a fixé une limite de détention maximale dans les OPC à 20 % (ce niveau était autrefois une limite interne).

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).

S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin mars 2020 (crise du Covid) :

- **Sur les en actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines**, 88 % du portefeuille pourrait être cédé sans impact de prix en moins de 5 jours[17] (cf. graphique ci-contre).
- **Sur le portefeuille Crédit du FRR (investi dans les poches Crédit Euro, Crédit US et Adossement OAT)**, la part la moins « liquide » du portefeuille est définie[18] par les titres dont la revente entraîne un taux de décote supérieur ou égal à 0,5 %. Il ressort que cette part ressort à environ 9 % (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1 %). Seuls 0,09 % des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 % (cf. graphique ci-dessous).

ESTIMATION DE LA LIQUIDITÉ DU PORTEFEUILLE CRÉDIT DU FRR PAR NIVEAU DE LCS (LIQUIDITY COST CORE) (EN %)



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

18. Définition basée sur la méthode du Liquidity Cost Score (ou « LCS »). Le LCS est un indicateur mesurant le coût de liquidation et est calculé à partir de la formule suivante : LCS = (Prix d'acquisition – prix de revente) / Prix d'acquisition du titre.

RAPPORT ANNUEL 2020

LES RISQUES OPÉRATIONNELS

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

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie sur des exercices réguliers d'auto-évaluation des risques permettant d'établir une cartographie des risques résiduels actualisés ainsi que sur le suivi des plans d'actions issus de cette cartographie. La mise en œuvre de nouveaux processus ou la refonte en tant que de besoin de processus clés liés à la dématérialisation, à la continuité d'activité ou à généralisation de circuits de validation et signature électronique contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif a été enrichi en 2019 et début 2020 ce qui a permis de répondre aux évolutions des processus induites par le fonctionnement à distance.

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, mouvement social, sinistre informatique, pandémie…). Les différentes mesures de prévention, de gestion de crise et de gestion de la continuité (organisation et procédures de gestion de crise, site de repli, analyse des dispositifs de continuité des prestataires essentiels) sont régulièrement mises à jour et font l'objet d'un suivi en Comité des risques. Le FRR s'assure de la disponibilité de son dispositif de continuité notamment lors d'un test annuel de repli sur un site extérieur qui a été reprogrammé sur 2021 en raison de la crise sanitaire.

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. Le FRR n'a subi aucun incident majeur en 2020.

CRISE SANITAIRE

Lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020 Le FRR a pu assurer la continuité de son activité en s'appuyant immédiatement sur ses collaborateurs équipés de matériel informatique leur permettant de travailler depuis leur domicile. Par la suite, les collaborateurs du FRR ont continué d'intervenir majoritairement à distance en utilisant l'architecture de connexion sécurisée et les outils informatiques et de signature électronique robustes de la Caisse des Dépôts.

La cellule de crise du FRR qui s'est réunie sur une base hebdomadaire a piloté le dispositif de continuité, encadrée l'organisation de fonctionnement et les interventions sur site en tenant compte des nécessités de service et des contraintes sanitaires.

Cette organisation a permis au FRR de fonctionner de façon tout à fait satisfaisante et sans accroissement du nombre d'incidents opérationnels. Les prestataires du FRR, notamment ses prestataires de gestion, ont adapté leur organisation de fonctionnement à la crise sanitaire et la qualité du service n'a pas été impactée.

LA CONFORMITÉ

La déontologie

Le FRR veille tout particulièrement 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. Plus globalement, le code de déontologie précise notamment qu'afin de répondre au principe de prévention des conflits d'intérêts, le FRR interdit à tous ses collaborateurs de solliciter ou accepter à titre personnel ou familial tout cadeau, faveur, service, invitation non professionnelle ou autre don. De même, la participation à des séminaires, colloques ou séjours professionnels n'est autorisée qu'avec l'accord préalable et express de la hiérarchie. Les risques déontologiques, de blanchiment, de financement du terrorisme et de respect des sanctions internationales font également l'objet de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires 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 des investissements constitue un élément essentiel du dispositif de contrôle interne. De ce fait, le FRR :

- contrôle quotidiennement le respect par les gestionnaires des mandats de gestion déléguée de leurs obligations contractuelles ;
- vérifie également que les investissements réalisés via des OPC et fonds 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 mise en œuvre et respectée par les gestionnaires 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 fiche d'incident et d'un suivi en comité des risques. Les dépassements en relation avec la conformité ont été peu nombreux en 2020 de même que les demandes d'indemnisation.

6

ORGANISATION ET COÛTS

ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

Le Fonds de réserve pour les retraites compte, en 2020, 47 collaborateurs permanents, dont 40 sous contrat Caisse des dépôts.

Tous exercent leurs fonctions sous l'autorité d'un Directoire auquel sont rattachés une direction financière, une direction des opérations et des risques, et une direction juridique et communication.

Dans les prochaines années, le FRR veillera encore à maintenir un niveau exigeant de sécurisation de ses processus, grâce à des outils de gestion et d'analyses performants et fiables, et continuera à mener une réflexion suivie concernant l'efficience de son organisation.

LES COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2020 s'élèvent à 94,4 millions d'euros contre 106,6 millions d'euros en 2019. Cette baisse résulte en grande partie du décaissement de la soulte CNIEG, qui s'ajoutant au décaissement annuel au profit de la CADES, a fait reculer l'actif net moyen de 3,1 Md€ sur l'exercice et de 7,3 Md€ au 31 décembre, entraînant une baisse de 9,5 millions d'euros de l'ensemble des commissions de gestion.

En 2020, la méthode de comptabilisation des commissions in fine en vigueur depuis 2019 a donné lieu à la contrepassation d'une provision de 31,7 millions d'euros qui avait été établie fin 2019, suivie d'un décaissement de 6,8 millions d'euros de commissions au titre des mandats échus, et de la constitution en fin d'année d'une nouvelle provision pour le paiement des commissions à venir évaluée à 55,4 millions d'euros. Le solde de ces opérations, qui reflètent les projections de performances en fin d'exercice, s'élève à 30,5 millions d'euros faisant apparaître une diminution de 7,4 millions d'euros de la ligne commissions de surperformance in fine par rapport à 2019. L'ensemble des autres frais financiers (frais proportionnels, overlay et frais sur titres) ont également subi l'impact de la baisse de l'encours du FRR sur l'exercice (43,8 millions d'euros en 2019 contre 41,7 millions d'euros en 2020).

Les frais de back-office et de conservation correspondent à des prestations confiées à la Caisse des dépôts, dont elle sous-traite une partie sous sa responsabilité. En baisse de 2,7 millions d'euros par rapport à 2019 (7,8 millions contre 10,5 millions), ils témoignent d'un meilleur encadrement de cette refacturation, mais ne devraient être connus avec certitude que dans le courant de l'année 2021.

L'ensemble des autres dépenses constitue les charges limitatives du Fonds et ne sont pas corrélées à l'actif net (frais de personnel, immobilier, informatique, autres frais généraux, etc.). Elles restent stables à 14,4 millions d'euros et ne représentent que 4,8 points de base par rapport à l'actif sous gestion.

RAPPORT ANNUEL 2020

7

GOUVERNANCE
DU FRR

LES INSTANCES DIRIGEANTES

CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 30 juin 2021

Présidente

Sandrine LEMERY

Membres de l'Assemblée Nationale

Éric Woerth,
suppléant Charles de Courson

Belkhir Belhaddad

Membres du Sénat

Jérôme Bascher

Marie Evrard

Personnalité qualifiée

Philippe Tibi, 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,
suppléant Thibaut Sellier

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni,
suppléant Pierre-Alexis Van Den Boomgaerde

Confédération française de l'encadrement – CGC

Marie-Christine Oberst,
suppléante Christine Diebold

Représentants des employeurs et travailleurs indépendants

Mouvement des entreprises de France

Éric Pinon,
suppléant en cours de nomination

Émilie Martinez,
suppléant Florent Sarrazin

Philippe Poiget,
suppléant Frank Duclos

Confédération générale des PME

Alain Duffoux,
suppléant Michel Giordano

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

Frank von Lennep,
suppléante Marianne Kermoal-Berthomme

Morgan Delaye,
suppléant Pierre Prady

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

Sébastien Raspiller,
suppléant Lionel Corre

Représentant du ministre chargé du Budget nommé par arrêté du ministre chargé du Budget

Amélie Verdier,
suppléante Marie Chanchole

DIRECTOIRE

Président

Éric Lombard

Membres du directoire

Yves Chevalier

Olivier Rousseau

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président

Olivier Rousseau

Membres du comité de sélection des gestionnaires

Catherine Guinefort,

Samia Khallaf

Thierry Coussieu

Patrick Savadoux

COMITÉ DE DIRECTION

Yves Chevalier, *membre du Directoire*

Olivier Rousseau, *membre du Directoire*

Salwa Boussoukaya-Nasr, *Directrice financière*

Michel Cadio, *Directeur des opérations et des risques*

Anne-Marie Jourdan, *Directrice Juridique et de la communication*

Pierre Leygue, *Responsable du département risques financiers et de la perforfance*

ORGANIGRAMME DU FRR

au 30 juin 2021

CONSEIL DE SURVEILLANCE

Présidente :
SANDRINE LEMERY
Vice-présidents : Pierre-Yves Chanu, Philippe Tibi

DIRECTOIRE

Président :
ÉRIC LOMBARD

Membre :
YVES CHEVALIER

Membre :
OLIVIER ROUSSEAU

Assistante : Brigitte Dahan

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président : **OLIVIER ROUSSEAU**

Membre :
CATHERINE GUINEFORT

Membre :
SAMIA KHALLAF

Membre :
THIERRY COUSSIEU

Membre :
PATRICK SAVADOUX

AGENCE COMPTABLE

PATRICK HÉDÉ

Thierry Tacinelli,
Marie-Christine Huguet

DIRECTION DES OPÉRATIONS ET DES RISQUES

MICHEL CADIO
Assistante : Nathalie Lalande

DÉPARTEMENT RESSOURCES HUMAINES ET CONTRÔLE DE GESTION

FABIENNE JOSSEAUME

Nicolas Umbach-Bascone,
Natacha Pézeron

DÉPARTEMENT GESTION DES RISQUES FINANCIERS ET PERFORMANCE

PIERRE LEYGUE

Pôle risques financiers
Armelle Ledru, Kevin Mercier,
Jérôme Nedelec

Pôle mesure de la performance
Abdelouahid Akarkoub,
Joanne Garrick

SYSTÈMES D'INFORMATION, ORGANISATION ET PROJETS

SABINE BOTRAS

Jean-Philippe Bellus,
Catherine Sanglar

DÉPARTEMENT MIDDLE-OFFICE

BERNARD PARISET

Suivi opérationnel des mandats
David Marques, Xavier Joret,
Fadiga Fatim

Contrôle interne comptable
Mordi Kadosch, Michel Abanda Messomo

RISQUES OPÉRATIONNELS

MICHEL CADIO

et un collaborateur

DIRECTION FINANCIÈRE

SALWA BOUSSOUKAYA-NASR
Assistante : Karine Bocquet

DÉPARTEMENT GESTION DÉLÉGUÉE

CRISTEL HAUTION SARAC
Assistante : Karine Bocquet

Sélection des gestionnaires
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,
Anta Diouf

DÉPARTEMENT DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

PIERRE-OLIVIER BILLARD
Assistante : Karine Bocquet

Adjoint
Christophe Roger

Cyrille Henry-Bonniot,
Pauline Mercier, Thérèse Quang,
Johann Tourne

DIRECTION JURIDIQUE ET COMMUNICATION

ANNE-MARIE JOURDAN
Assistante : Karine Bocquet
Marie-Catherine Duchamp, Alexa Sudici, Souad Oussadi

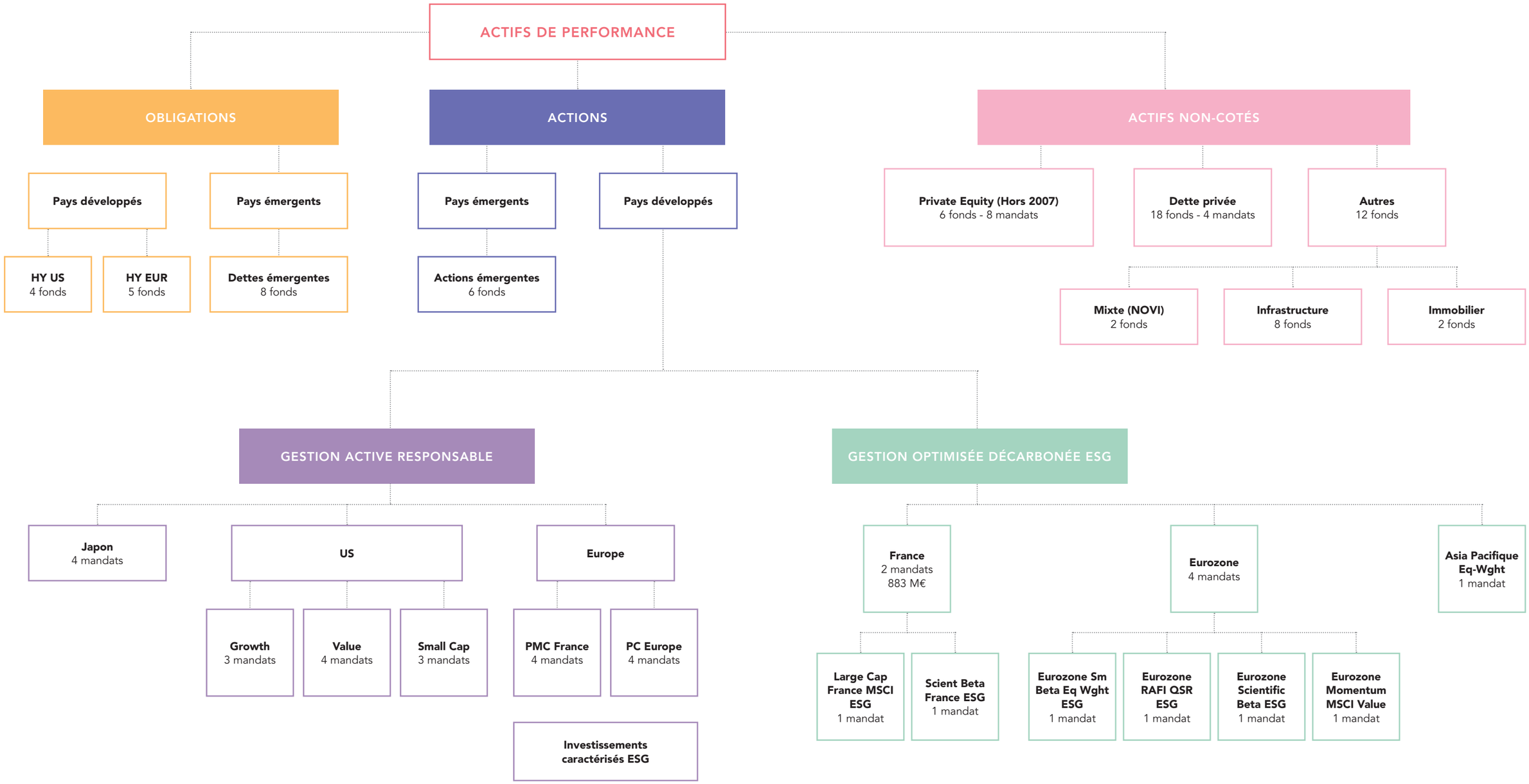
RAPPORT ANNUEL 2020

8

CARTOGRAPHIE
DU PORTEFEUILLE

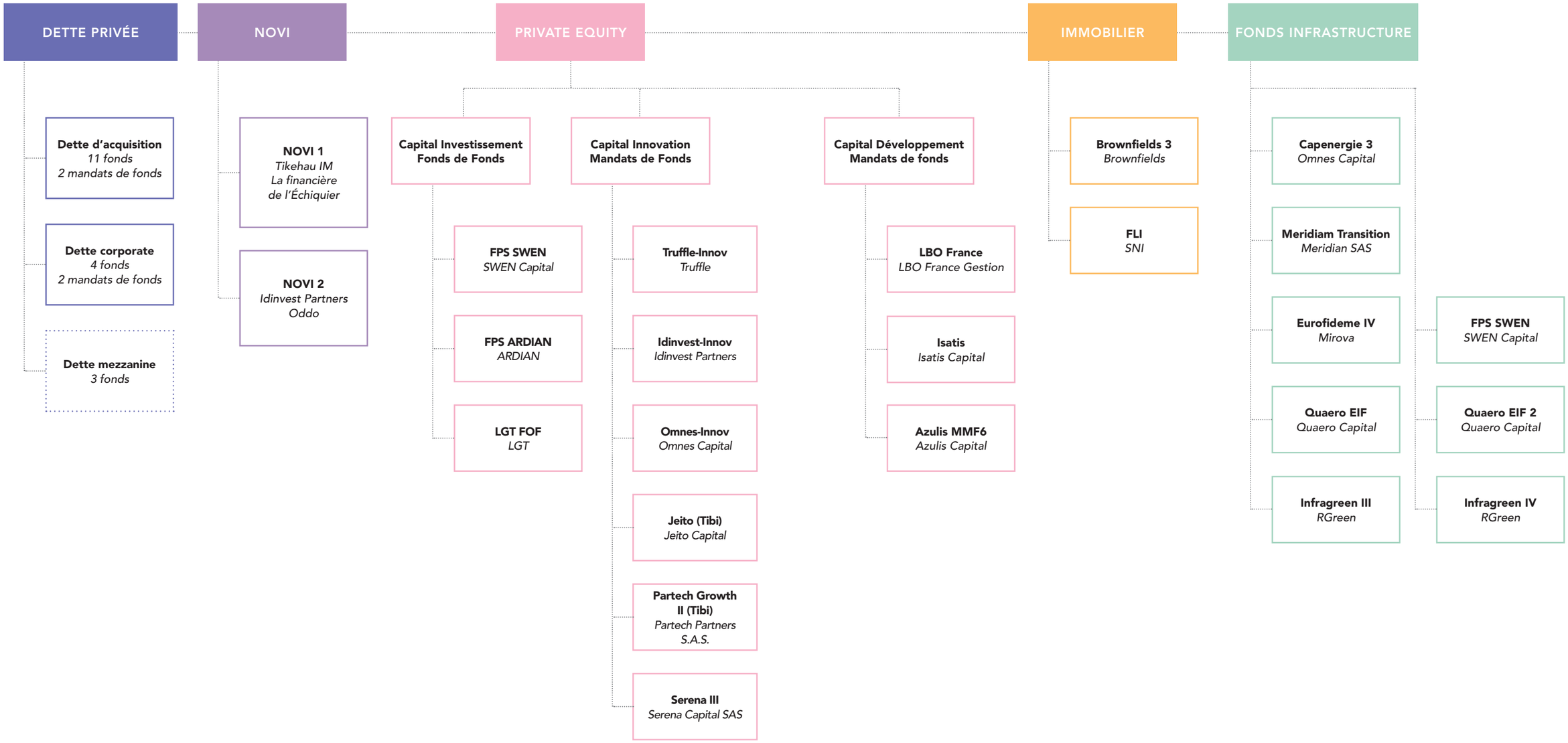
RAPPORT ANNUEL 2020

Cartographie des actifs de performance au 31/12/20 (Investissements physiques)



RAPPORT ANNUEL 2020

Cartographie des investissements dans le non-coté au 31/12/2020



RAPPORT ANNUEL 2020

Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie au 31/12/2020

9

PRESTATAIRES DU FRR

SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR

SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2020

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)

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 Managament
- 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)

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

2017FRR02
MANDATS DE GESTION - ADOSSEMENT OAT
- AXA Investment Managers
- Amundi

2017FRR03
MANDATS DE FONDS DEDIES - CAPITAL DÉVELOPPEMENT FRANCE
- LBO France

2017FRR05
GESTION DES OPERATIONS DE TRANSITION
- Blackrock Advisors (UK) Ltd
- Russell Implementation Services Ltd

2018FRR01
SELECTION DE PRESTATAIRE DE SERVICES JURIDIQUES
- Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
- Gide Loyrette Nouel

2018FRR02
MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 1 - ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS EUROPÉENNES
- JP Morgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.Fil Gestion
- BNP Paribas Asset Management
- AXA Investment Managers

2018FRR02
MANDATS DE GESTION ACTIVE - LOT 2 - ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS FRANÇAISES
- HSBC Global Asset Management
- BFT Investment Managers
- Amiral Gestion
- Sycomore Asset Management

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 1 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « VALUE »
- Amundi Asset Management
- Degroof Petercam Asset Management SA
- Lazard Frères Gestion
- T Rowe Price (Luxembourg) Management SARL

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « GROWTH »
- Davy Investment Fund Services Limited
- LEGG MASON Investments Ireland Ltd
- T Rowe Prcice (Luxembourg) Management SARL

2018FRR03
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « PETITES CAPITALISATIONS »
- Davy Investment Fund Services Limited
- BNP Paribas Asset management France
- Aberdeen Standard Investments Ireland Limited

2019FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE – ACTIONS JAPONAISES
- BFT Investment Managers
- COMGEST
- Myria Asset Management
- Nomura Asset Management Europe KVG mbH (NAM Europe)

SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 MARS 2021

2019FRR02
MANDATS DE GESTION OVERLAY
- AXA Investment Managers Paris
- Russell Investments

AUTRES PRESTATAIRES

2018FRR04
SELECTION D'UN PRESTATAIRE DE TRANSPARISATION
- Sequantis LT

2018FRR06
SUPPORTS DE COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR
- Luciole

2019FRR03
PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES ET OPPORTUNITÉS EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 - ANALYSE DU PORTEFEUILLE ET FOURNITURE D'UNE BASE DE DONNÉES DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS
- Vigeo Eiris

PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES ET OPPORTUNITÉS EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 2 - ANALYSE DU PORTEFEUILLE ET FOURNITURE D'UNE BASE DE DONNÉES DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS
- ISS Europe

RAPPORT ANNUEL 2020

2019FRR04
PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 – ÉVALUATION DES RISQUES CLIMATIQUES DU PORTEFEUILLE
- S&P Trucost

2019FRR04
PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 2 – CONTRIBUTION A LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE
- S&P Trucost

2019FRR04
PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 3 – ANALYSE DES IMPACTS ENVIRONNEMENTAUX ET DES RISQUES PHYSIQUES
- S&P Trucost

2020FRR02
COMMISSAIRES AUX COMPTES
- MAZARS
- GRANT THONTON

APPELS D'OFFRES EN COURS

2020FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES EMISES EN EURO – LOT 1 - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN EURO LOT 2 - OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HAUT RENDEMENT ÉMISES EN EURO

2021FRR01
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : RÉPLICATION D'INDICES ACTIONS POUR UNE GESTION COHÉRENTE AVEC L'ACCORD DE PARIS

2021FRR02
MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN DOLLARS

10

LES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX ET ENGAGEMENTS COLLABORATIFS DU FRR

Afin de démultiplier les impacts de son engagement en faveur du développement durable, le FRR soutient plusieurs initiatives couvrant tous les domaines de l'ESG. Il a été notamment fondateur de plusieurs d'entre elles. De plus, le FRR a fait le choix de soutenir le dialogue avec les entreprises via des initiatives collaboratives, en collaboration avec ses gestionnaires de mandats et de fonds mais aussi, lorsque cela s'avère nécessaire, directement avec les entreprises.

Le FRR est engagé dans les initiatives suivantes :

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 représentants 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) CDP, CDP WATER ET CDP FOREST

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

Signature du Montreal Pledge

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

Participation à la Portfolio Decarbonization Coalition

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

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

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

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

En 2018, le FRR a maintenu son implication dans plusieurs initiatives collaboratives et en a rejoint deux nouvelles.

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

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

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

Le lobbying climatique – PRI/IIGCC

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

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

Droits humains dans le secteur extractif – PRI

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

Initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE)

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

« Statement on ESG in credit ratings »

Aux côtés de six agences de notation, dont S&P et Moody's, et 100 investisseurs internationaux, représentant 16000 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 »

53 investisseurs, systèmes de santé, caisses de retraite et assureurs, représentant 3,8 billions 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+

La Climate Action 100+ est une 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, renforcent 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."*

*Quoique le chemin à parcourir reste long, l'initiative a été le catalyseur d'avancées im*portantes enregistrées ces dernières années dans des secteurs emblématiques où des compagnies se sont engagées publiquement à la suite des actions d'engagement.

Parmi les progrès enregistrés, on peut noter que Royal Dutch Shell s'est engagé sur des cibles de réduction de ses émissons, Glencore a accepté de plafonner sa production de charbon aux niveaux actuels, Duke Energy Corporation prévoit une réduction de 50 % de ses émissions de gaz à effet de serre et d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 tout comme Nestlé, HeidelbergCement ou Volkswagen. De son côté, PetroChina met en place une politique climatique et a annoncé son intention de l'aligner sur les objectifs de l'accord de Paris.

Source : progress report p7
https://climateaction100.files.wordpress.com/2019/10/progressreport2019.pdf

ACT – Assessing Low-Carbon Transition

ACT est une initiative qui fait partie du Plan mondial d'action pour le climat du secrétariat de la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (CCNUCC) depuis 2015. Elle adopte une vision systémique de l'entreprise en évaluant à la fois ses impacts opérationnels et ses dépendances, ainsi que sa chaîne de valeur. L'objectif principal est d'inciter les entreprises à agir et de les orienter de manière pertinente en matière de stratégie climatique, de modèle économique, de produits et services, d'investissements, d'exploitation, de réduction des émissions de GES et de gestion de ces émissions.

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

Cet engagement, coordonné par les PRI, 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 évaluer comment les entreprises évaluent les futures dépenses en capital et en production, ainsi que la gouvernance des prises de décision.

Les objectifs de cet engagement sont alignés sur les trois objectifs de haut niveau de la Climate Action 100+.

Objectifs de l'initiative :

- 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

Le FRR a signé cette charte en décembre 2017. En effet, l'ensemble des institutions et opérateurs financiers publics français ont décidé de mettent 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.

Les engagements pris par les signataires sont les suivants :

- **Principe n° 1 :** Prise en compte des enjeux climatiques dans les décisions d'investissement
- **Principe n° 2 :** Participation au financement de la transition vers une économie bas carbone
- **Principe n° 3 :** Dialogue structuré avec les parties prenantes
- **Principe n° 4 :** Diffusion des meilleures pratiques
- **Principe n° 5 :** Émission d'instruments financiers dédiés. (ce principe ne concerne pas le FRR)
- **Principe n° 6 :** Transparence et redevabilité

Statement to Governments on Climate Change - Date de la signature : 23 mai 2018

L'Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC), le CDP, le Ceres, le Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), l'Investor Group on Climate Change (IGCC), les Principles for Responsible Investment (PRI) et l'UNEP-FI se sont regroupés pour élaborer une nouvelle déclaration mondiale sur les changements climatiques. La déclaration appelle les gouvernements à :

- atteindre les objectifs de l'Accord de Paris ;
- accélérer l'investissement du secteur privé dans la transition à faible intensité de carbone ; et
- s'engager à améliorer les reportings financiers liés au climat.

Cette déclaration a été envoyée, en privé, aux dirigeants du Groupe des 7 nations (Canada, France, Allemagne, Japon, Italie, Royaume-Uni et États-Unis) avant le sommet du G7 des 8 et 9 juin 2018. Elle a formé également la base de l'engagement avec les gouvernements au Global Climate Action Summit, au Sommet du G20 et à la COP24.

Collaborative engagement: investor response to Vale dam failure - Signature le 8 mars 2019

Suite à la défaillance du barrage de résidus de Vale le 25 janvier à Minas Gerais au Brésil, les PRI ont coordonné une réponse des signataires.

Actions mise en œuvre :

1. Coordination du dialogue initial avec l'entreprise pour lui donner une chance de décrire sa réaction à l'incident et de répondre aux questions posées ;
2. Soutien du développement d'une position commune des investisseurs en réponse à la réunion initiale avec la société ; et

3. Facilitation d'une action d'engagement et de Contrôle basé sur la position initiale des investisseurs.

ICGN
International Corporate Governance Network

Travaux et réflexions menées par l'ICGN

Représenté pendant 6 ans au sein du Conseil d'administration de l'ICGN, le FRR s'est impliqué dans la définition de règles de bonne gouvernance dont la mise en application est manifeste dans les marchés concernés par les appels d'offres. Le FRR est toujours partie prenante de l'ICGN en participant à différents comités de réflexion.

Net Zero Asset Owner Initiative

Cette alliance regroupe 21 investisseurs mondiaux, représentant 4 000 milliards de dollars d'actifs, qui s'engagent à faire évoluer leurs portefeuilles d'investissement vers des émissions nettes de GES (Gaz à effet de serre) à l'horizon 2050 compatibles avec une élévation de température maximale de 1,5 °C au-dessus des températures préindustrielles, en tenant compte des meilleures connaissances scientifiques disponibles, y compris les conclusions du GIEC (Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat). Les membres s'engagent aussi à rendre compte régulièrement des progrès accomplis, notamment en fixant des objectifs intermédiaires tous les cinq ans conformément à l'article 4.9 de l'Accord de Paris. Les membres chercheront à atteindre cet engagement, en particulier en plaidant et en dialoguant avec les entreprises et l'industrie, ainsi que les politiques publiques, pour une transition sobre en carbone en tenant compte des impacts sociaux associés.

Cet engagement est pris dans l'espoir que les gouvernements respecteront leurs propres engagements pour garantir la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris.

RAPPORT ANNUEL 2020

Charte des Investisseurs Publics français en faveur des objectifs de développement durable (ODD) signée le 30 novembre 2019

Les institutions et opérateurs financiers publics français dont le FRR fait partie, déjà engagés depuis décembre 2017 à mettre en œuvre six principes formulés dans la Charte des Investisseurs Publics en faveur du climat, s'engagent désormais à assurer la cohérence de leur démarche d'investisseur responsable et de leurs activités avec toutes les dimensions du développement durable (environnementale, sociale, de prospérité économique et de gouvernance), telles qu'exprimées par les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) adoptés pour l'horizon 2030 par les États-membres des Nations-Unies, en septembre 2015.

Dans le cadre de la Charte, les investisseurs publics conviennent de mettre en œuvre, dans leur politique d'investissement et dans la pratique quotidienne de leurs activités, les 5 principes communs suivants :

- **Principe n° 1 :** Intégrer les ODD dans leur stratégie d'investissement
- **Principe n° 2 :** Assurer la conformité de leur fonctionnement interne avec les ODD
- **Principe n° 3 :** Diffuser les meilleures pratiques
- **Principe n° 4 :** Apprécier l'impact de leurs activités sur les ODD
- **Principe n° 5 :** Rendre compte de la mise en œuvre de ces principes

Engagement collaboratif encourageant à signer les women's empowerment principles

Le FRR est convaincu que la diversité constitue un facteur déterminant de la performance opérationnelle et financière des entreprises. Le 17 septembre 2019, avec le soutien d'ONU Femmes, il a participé à une déclaration commune pour promouvoir l'égalité femmes hommes dans les entreprises. Cette initiative vise à regrouper de nombreux investisseurs pour appeler un large panel d'entreprises cotées dans le monde, à plus de transparence sur ce sujet et à les inciter à signer les Women's Empowerment Principles. Il s'agit d'un socle de 7 principes, fruit d'une alliance entre ONU Femmes et UN Global Compact, auxquels les entreprises peuvent adhérer pour promouvoir l'égalité femme-homme dans leur environnement professionnel.

Gender initiative

Le 7 novembre 2019, le FRR a signé la Gender initiative. Cette déclaration, coordonnée par Mirova et co-signée par 66 investisseurs représentant un total de 4 000 milliards d'euros d'encours sous gestion, est soutenue par ONU Femmes et le Pacte Mondial des Nations Unies et vise à promouvoir l'égalité femmes-hommes dans les entreprises.

Engagement collaboratif : investor response to vale dam failure

Le 8 mars 2019, à la suite de la défaillance du barrage de résidus de Vale, le 25 janvier à Minas Gerais au Brésil, les PRI ont coordonné une réponse des signataires en mettant en œuvre une coordination du dialogue initial avec l'entreprise, un soutien à l'élaboration d'une position commune des investisseurs en réponse à la réunion initiale avec la société et une assistance à une action d'engagement et de contrôle basée sur la position initiale des investisseurs.

11

ÉLÉMENTS FINANCIERS

SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

Le résultat 2020 est excédentaire de 722 millions d'euros, après un résultat 2019 également positif de 841 millions d'euros.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 26,0 milliards d'euros.

L'article 4 de la loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie prévoit le versement à l'ACOSS pour le compte de la CNAV du montant de la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG. Cette contribution, comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette, a été soldée et versée le 31 juillet 2020 pour un montant de 5 milliards d'euros.

La loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie a également modifié l'article L.135-6 du Code de la sécurité sociale, qui dispose désormais qu'à compter de 2025 le FRR verse chaque année à la CADES, 1,45 milliard d'euros au titre du financement de l'amortissement de la dette sociale. Cette dette complémentaire de 13,05 milliards d'euros est enregistrée au bilan du FRR en « dette à plus d'un an ». Par ailleurs, l'annuité 2020 de la dette CADES de 2,1 milliards d'euros a été réglée le 29 avril 2020.

Les écarts d'estimation enregistrés au bilan, retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts positifs à 2,90 milliards d'euros au 31 décembre 2019, diminuent de 0,5 milliard d'euros pour s'inscrire à 2,40 milliards à la date de l'arrêté.

Le résultat financier 2020 est excédentaire de 813,8 millions d'euros, après un résultat financier 2019 également positif de 936 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.

Les revenus des valeurs mobilières s'élèvent à 489,6 millions d'euros contre 717,6 millions d'euros en 2019.

Les opérations de change dégagent un résultat positif de 389,4 millions d'euros alors qu'il s'élevait à -546,3 millions d'euros au 31/12/2019.

Les instruments financiers à terme enregistrent une perte de 616,8 millions d'euros, contre un gain de 63,7 millions d'euros en 2019.

Les cessions d'instruments financiers dégagent un excédent de 438,8 millions d'euros, contre 1,279 milliard d'euros en 2019.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est positif à 37,9 millions d'euros contre un résultat négatif de -429 millions d'euros en 2019.

RAPPORT ANNUEL 2020

BILAN
AU 31/12/2020

ACTIF

	2020			2019
	Brut	Amortissement	Net	Net
ACTIF IMMOBILISÉ				
Immobilisations incorporelles				
Autres immobilisations incorporelles	6 060 266,44	-5 192 992,17	867 274,27	1 022 211,27
Immobilisations corporelles				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	0,00	0,00
Total I	**6 072 978,75**	**-5 205 704,48**	**867 274,27**	**1 022 211,27**
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation	1 440,00		1 440,00	0,00
Créances diverses				
Instruments financiers	13 437 178,82		13 437 178,82	15 196 594,62
Opérations de change	8 024 076 022,42		8 024 076 022,42	9 989 442 724,31
Instruments financiers à terme	250 019 043,11		250 019 043,11	285 190 197,06
Instruments financiers				
Actions et valeurs assimilées	7 805 680 241,96		7 805 680 241,96	9 840 152 093,52
Obligations et valeurs assimilées	10 452 298 310,79		10 452 298 310,79	13 629 599 373,84
Titres de créances négociables	601 049 812,33		601 049 812,33	935 231 083,14
Organismes de placements collectifs	6 482 074 592,68		6 482 074 592,68	7 853 445 043,18
Disponibilités	739 152 632,07		739 152 632,07	1 114 152 216,98
Charges constatées d'avance	475 388,25		475 388,25	425 536,79
Total II	**34 368 264 662,43**	**0,00**	**34 368 264 662,43**	**43 662 834 863,44**
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	**34 374 337 641,18**	**-5 205 704,48**	**34 369 131 936,70**	**43 663 857 074,71**

PASSIF

	2020	2019
CAPITAUX PROPRES		
Dotations	1 742 655 311,70	2 870 680 121,97
Réserves	0,00	11 080 492 421,68
Écart d'estimation	2 426 125 791,43	2 906 520 882,16
Résultat de l'exercice	722 543 052,97	841 482 768,05
Total I	**4 891 324 156,10**	**17 699 176 193,86**
DETTES		
Dettes financières		
Contribution exceptionnelle CNIEG	0,00	5 427 370 158,36
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	19 350 000 000,00	8 400 000 000,00
Dettes d'exploitation	70 825 682,38	45 954 896,26
Dettes diverses		
Instruments financiers	58 105 716,05	26 248 711,89
Opérations de change	7 877 526 180,22	9 923 587 106,16
Instruments financiers à terme	21 350 201,95	41 520 008,18
Produits constatés d'avance	0,00	0,00
Total II	**29 477 807 780,60**	**25 964 680 880,85**
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	**34 369 131 936,70**	**43 663 857 074,71**

RAPPORT ANNUEL 2020

COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2020

CHARGES

	2020		2019
CHARGES D'EXPLOITATION			
Services extérieurs		93 068 807,45	105 276 919,56
Rémunération sociétés de gestion	68 284 579,29		
Gestion administrative CDC	19 927 463,00		
Autres	4 856 765,16		
Impôts et taxes et versements assimilés		84 035,47	81 713,47
Taxe sur les salaires	84 035,47		
Charges de personnel		948 049,56	899 401,88
Salaires et traitements	707 723,32		
Charges sociales	240 326,24		
Dotations aux amortissements		312 469,00	369 030,00
Dotations aux amortissements	312 469,00		
Total I	**94 413 361,48**	**94 413 361,48**	**106 627 064,91**
CHARGES FINANCIÈRES			
Charges financières		3 372 078 006,33	2 282 233 099,89
Pertes de change	528 742 390,82		
Charges sur instruments financiers à terme	895 197 787,50		
Charges sur cession d'instruments financiers	1 090 200 110,38		
Charges sur options	851 388 315,06		
Autres charges financières	6 549 402,57		
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	0,00		
Total II	**3 372 078 006,33**	**3 372 078 006,33**	**2 282 233 099,89**
CHARGES EXCEPTIONNELLES			
Charges exceptionnelles		0,00	0,00
Sur opérations de gestion	0,00		
Total III	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Résultat de l'exercice		722 543 052,97	841 482 768,05
TOTAL GÉNÉRAL		**4 189 034 420,78**	**3 230 342 932,85**

PRODUITS

	2020		2019
PRODUITS D'EXPLOITATION			
Services extérieurs		3 050 194,84	3 879 613,27
Autres	3 050 194,84		
Total I	**3 050 194,84**	**3 050 194,84**	**3 879 613,27**
PRODUITS FINANCIERS			
Produits financiers		4 185 864 602,78	3 218 623 226,37
Revenus	489 621 704,45		
Gains de change	918 126 510,41		
Produits sur instruments financiers à terme	278 436 643,63		
Produits sur cession d'instruments financiers	1 529 059 773,82		
Produits sur options	889 310 837,90		
Autres produits financiers	7 933 613,65		
Reprise de la part du résultat à la CNIEG	73 375 518,92		
Total II	**4 185 864 602,78**	**4 185 864 602,78**	**3 218 623 226,37**
PRODUITS EXCEPTIONNELS			
Produits exceptionnels		119 623,16	7 840 093,21
Sur opérations de gestion	119 623,16		
Total III	**119 623,16**	**119 623,16**	**7 840 093,21**
TOTAL GÉNÉRAL		**4 189 034 420,78**	**3 230 342 932,85**

RAPPORT ANNUEL 2020

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2020

RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

Les comptes du FRR sont établis selon les principes généraux applicables suivant le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 du 5 juin 2008.

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

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

Les transactions sont enregistrées en date de négociation. Depuis le 30 novembre 2006, celles sur 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 gestionnaires.

Les OPC d'actifs non cotés sont valorisés sur la base des dernières valorisations communiquées par les gestionnaires 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 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 instruments financiers effectuées par les sociétés d'investissement dont l'encaissement ou le décaissement n'est pas encore intervenu (coupons échus, ventes ou achats en attente de règlement).

Les « 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 OPC d'actifs non cotés. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les OPC d'actifs non cotés.

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

Les « Capitaux propres » regroupent :

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

FAITS SIGNIFICATIFS DE L'EXERCICE

L'article 4 de la loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie prévoit le versement à l'ACOSS pour le compte de la CNAV du montant de la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil Interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité sociale en date du 20 avril 2005.

Cette contribution, comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette, a été soldée et versée le 31/07/2020 pour un montant de 5 004 571 658,83 €.

La loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie a également modifié l'article L.135-6 du Code de la sécurité sociale, qui dispose désormais qu'à compter de 2025 le FRR verse chaque année à la CADES, 1,45 milliard d'euros au titre du financement de l'amortissement de la dette sociale.

Cette dette complémentaire de 13 050 000 000 € est enregistrée au bilan du FRR en « dette à plus d'un an » par apurement des postes « réserves » et « dotations » des capitaux propres.

Les comptes du FRR ont été établis et arrêtés sur la base des éléments disponibles dans un contexte évolutif de crise liée à la Covid. Ce contexte n'a pas entraîné la modification des méthodes de valorisation pour la clôture du 31 décembre 2020 et n'a pas impacté le dispositif de contrôle interne.

COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS À L'ACTIF

Immobilisations

TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	IMMOBILISATIONS			
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice
Immobilisations incorporelles	5 902 734,44	363 951,00	-206 419,00	6 060 266,44
I Total	**5 902 734,44**	**363 951,00**	**-206 419,00**	**6 060 266,44**
Immobilisations corporelles	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
II Total	**12 712,31**	**0,00**	**0,00**	**12 712,31**
Total général	**5 915 446,75**	**363 951,00**	**-206 419,00**	**6 072 978,75**

Rubriques et postes	AMORTISSEMENTS				
	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	Valeur nette comptable
Immobilisations incorporelles	-4 880 523,17	-312 469,00	0,00	-5 192 992,17	867 274,27
I Total	**-4 880 523,17**	**-312 469,00**	**0,00**	**-5 192 992,17**	**867 274,27**
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
II Total	**-12 712,31**	**0,00**	**0,00**	**-12 712,31**	**0,00**
Total général	**-4 893 235,48**	**-312 469,00**	**0,00**	**-5 205 704,48**	**867 274,27**

Créances liées à la gestion financière

Créances	31/12/2020
Liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	5 453 736,62
Ventes en attente de règlement	6 499 982,81
Commissions / ristournes à recevoir	1 483 459,39
Total	**13 437 178,82**
Liées aux opérations de change	
Achats à terme	154 830 801,96
Devises à recevoir à terme	7 850 724 529,94
Devises à recevoir au comptant	988 885,94
Déport	17 531 804,58
Total	**8 024 076 022,42**
Liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	209 979 075,24
Marge à recevoir	108 267,20
Prime sur option	39 931 700,67
Total	**250 019 043,11**

Instruments financiers

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2019	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	8 480 789 815,38	1 359 362 278,14		9 840 152 093,52
Obligations	13 205 411 370,08	258 009 743,12	166 178 260,64	13 629 599 373,84
TCN	939 164 102,87	-3 933 019,73		935 231 083,14
Organismes de placements collectifs	6 467 988 797,70	1 385 456 245,48		7 853 445 043,18
OPCVM	5 822 836 584,72	1 264 035 186,75		7 086 871 771,47
Autres OPC	645 152 212,98	121 421 058,73		766 573 271,71
Fonds de Capital Investissement		*123 362 528,04*		*123 362 528,04*
OPC d'actifs non cotés	*645 152 212,98*	*-1 941 469,31*		*643 210 743,67*
Total	**29 093 354 086,03**	**2 998 895 247,01**	**166 178 260,64**	**32 258 427 593,68**

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2020	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	6 732 122 643,24	1 073 557 598,72		7 805 680 241,96
Obligations	10 262 674 988,01	102 828 314,97	86 795 007,81	10 452 298 310,79
TCN	604 613 399,30	-3 567 551,41	3 964,44	601 049 812,33
Organismes de placements collectifs	5 506 903 787,00	975 170 805,68		6 482 074 592,68
OPCVM	4 855 572 871,56	919 306 976,47		5 774 879 848,03
Autres OPC	651 330 915,44	55 863 829,21		707 194 744,65
Fonds de Capital Investissement		*66 188 086,47*		*66 188 086,47*
OPC d'actifs non cotés	*651 330 915,44*	*-10 324 257,26*		*641 006 658,18*
Total	**23 106 314 817,55**	**2 147 989 167,96**	**86 798 972,25**	**25 341 102 957,76**

	31/12/2019	31/12/2020
Actions	9 840 152 093,52	7 805 680 241,96
Obligations	13 629 599 373,84	10 452 298 310,79
TCN	935 231 083,14	601 049 812,33
Organismes de placements collectifs	7 853 445 043,18	6 482 074 592,68
OPCVM	7 086 871 771,47	5 774 879 848,03
Autres OPC	766 573 271,71	707 194 744,65
Fonds de Capital Investissement	*123 362 528,04*	*66 188 086,47*
OPC d'actifs non cotés	*643 210 743,67*	*641 006 658,18*
Total	**32 258 427 593,68**	**25 341 102 957,76**

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2019	31/12/2020
< 3 mois	4,66 %	4,46 %
> 3 mois < 1 an	5,15 %	2,97 %
1 à 3 ans	20,32 %	14,59 %
3 à 5 ans	30,88 %	22,07 %
5 à 7 ans	15,11 %	20,43 %
7 à 10 ans	15,95 %	19,21 %
10 à 15 ans	3,84 %	10,88 %
> 15 ans	4,09 %	5,38 %
	100,00 %	**100,00 %**

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2019	31/12/2020
Taux fixe	93,31 %	91,63 %
Taux indexé	0,05 %	0,04 %
Taux variable	6,64 %	8,33 %
	100,00 %	**100,00 %**

RAPPORT ANNUEL 2020

VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

Devise	Actions	Obligations	Titres de créances négociables	Organismes de placements collectifs			Total
				OPCVM[1]	Autres OPC		
					OPC ANC[2]	LP[3] et FCPR	
AUD	163 680 935,90						163 680 935,90
CAD							0,00
CHF	78 957 813,08						78 957 813,08
DKK	17 206 051,54						17 206 051,54
EUR	4 321 371 069,37	7 175 293 973,43	470 462 269,25	3 308 979 768,01	641 006 658,18	61 429 302,74	15 978 543 040,98
GBP	305 931 224,92						305 931 224,92
HKD	107 998 399,53						107 998 399,53
JPY	728 919 193,02						728 919 193,02
NOK	25 632 699,57						25 632 699,57
NZD	26 583 479,03						26 583 479,03
SEK	137 556 325,41						137 556 325,41
SGD	48 213 988,47						48 213 988,47
USD	1 843 629 062,12	3 277 004 337,36	131 062 931,33	2 465 900 080,02		4 758 783,73	7 722 355 194,56
					641 006 658,18	**66 188 086,47**	
TOTAL NET D'IPA[4]	**7 805 680 241,96**	**10 452 298 310,79**	**601 525 200,58**	**5 774 879 848,03**	**707 194 744,65**		**25 341 578 346,01**
IPA sur bons du Trésor							
IPA sur bons du Trésor étrangers							
IPA sur certificats de dépôts			-475 388,25				
			Total IPA	**-475 388,25**			
TOTAL	**7 805 680 241,96**	**10 452 298 310,79**	**601 049 812,33**	**6 482 074 592,68**			**25 341 102 957,76**

1. Dont Exchange Traded Funds
2. Organismes de placements collectifs d'actifs non cotés
3. Limited Partnership : Fonds de capital investissement
4. IPA : Intérêts perçus d'avance

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2020

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Actions			
Européennes zone euro	4 321 371 069,37		4 321 371 069,37
Européennes hors zone euro	565 284 114,52		565 284 114,52
Amérique	1 843 629 062,12		1 843 629 062,12
Asie hors Japon	346 476 802,93		346 476 802,93
Japon	728 919 193,02		728 919 193,02
	7 805 680 241,96		**7 805 680 241,96**
Obligations			
Européennes zone euro	7 175 293 973,43		7 175 293 973,43
Amérique	3 277 004 337,36		3 277 004 337,36
	10 452 298 310,79		**10 452 298 310,79**
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	470 462 269,25	-475 388,25	469 986 881,00
Amérique	131 062 931,33		131 062 931,33
	601 525 200,58	**-475 388,25**	**601 049 812,33**
Organismes de placements collectifs			
OPCVM			
Européens zone euro	3 308 979 768,01		3 308 979 768,01
Européens hors zone euro			
Amérique	2 465 900 080,02		2 465 900 080,02
	5 774 879 848,03		**5 774 879 848,03**
Autres OPC			
Fonds de capital investissement			
Europe	61 429 302,74		61 429 302,74
Amérique	4 758 783,73		4 758 783,73
	66 188 086,47		**66 188 086,47**
OPC d'actifs non cotés			
Europe	641 006 658,18		641 006 658,18
	641 006 658,18		**641 006 658,18**
	707 194 744,65		**707 194 744,65**
	6 482 074 592,68	**-475 388,25**	**6 482 074 592,68**
TOTAL GÉNÉRAL	**25 341 578 346,01**	**-475 388,25**	**25 341 102 957,76**

FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

		Panthéon Ventures	Access Capital Partners	Antin Infrastructures	Total
Engagements à l'origine	EUR				
Engagements à la date d'arrêté	EUR				
Solde de l'exercice précédent	EUR				
Versements de la période (appels de fonds)	EUR				
Distribution d'avoirs	EUR				
Solde à la date d'arrêté	EUR				
Valorisation à la date d'arrêté	EUR	38 219 189	23 166 608	43 505	61 429 302

		NBEL[5]	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	USD			
Engagements à la date d'arrêté	USD			
Solde de l'exercice précédent	USD			
Versements de la période (appels de fonds)	USD			
Distribution d'avoirs	USD			
Solde à la date d'arrêté[7]	USD			
Valorisation à la date d'arrêté	USD	4 725 737	1 096 873	5 822 610

		NBEL	Axa IM Private Equity Europe	Total
Engagements à l'origine	EUR[6]			
Engagements à la date d'arrêté	EUR[6]			
Solde de l'exercice précédent	EUR[6]			
Versements de la période (appels de fonds)	EUR[7]			
Distribution d'avoirs	EUR[7]			
Solde à la date d'arrêté[7]	EUR[6]			
Valorisation à la date d'arrêté	EUR[8]	3 862 316	896 469	4 758 784

Total engagements initiaux (EUR)	**1 617 578 486**
Total versements nets sur la période (EUR)	**-35 644 101**
Total valorisé à la date d'arrêté (EUR)	**66 188 086**

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

6. Sur la base d'une parité $ vs € de 0,8172939 à la date d'arrêté

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

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

ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS D'ACTIFS NON COTÉS

Fonds	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Valeur Bilan Ex. n-1	Versements de la période		Valeur Bilan Ex. n	Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
					Appels de fonds	Distribution d'avoirs			
Idinvest Dette Sénior "IDS"									
FCT NOVO 1									
FCT NOVO 2									
Idinvest Dette Senior 2 "IDS 2"									
Tikehau Corporate Leveraged Loan Fund									
CM-CIC DEBT FUND 1									
Idinvest Dette Senior 3 "IDS3"									
CEREA DETTE COMPARTIMENT A									
FCT SP EUROCREANCES 2016									
CM-CIC DEBT FUND 2									
LYXOR FRR DETTE PRIVÉE France									
TIKEHAU DIRECT LENDING IV									
CEREA DETTE II									
ACTOMEZZ IV									
CIC Mezzanine Unitranche Financing 5									
Sous-total (505 300)	**1 075 000 000**	**1 136 000 000**	**78 966 824**	**645 152 213**	**76 205 212**	**-70 026 510**	**651 330 915**	**126 488 878**	**641 006 658**

Fonds	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Valeur Bilan Ex. n-1	Versements de la période		Valeur Bilan Ex. n	Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
					Appels de fonds	Distribution d'avoirs			
FPS Immo Durable									
Fonds Nouvel Investissement 1 NOVI 1									
Fonds Nouvel Investissement 2 NOVI 2									
BNP PARIBAS FPS FPE									
MERIDIAM TRANSITION FIPS									
CAPENERGIE 3									
Quaero European Infrastructure Fund									
FCT SPG FRR Dette Privée France									
BNPP AM FRR Dette Privée France									
SLP Idinvest FRR Dette Privée France									
FPS SWEN FOF FRR CI France									
SLP FPS ARDIAN Fonds de fonds FRR CI France									
FPS LGT FOF FRR CI FR S.L.P									
Truffle Innov FRR									
FCPI IDINVEST INNOV FRR France									
OMNES INNOV FRR France									
BROWNFIELDS 3									
LBO France CAPDEV FRR France FCPI									
ISATIS CAPDEV FRR France									
InfraGreen III									
MIROVA EUROFIDEME 4									
Idinvest SME Industrial Assets									
Crown European Private Debt. II S.C.Sp									
Sous-Total	**2 155 690 000**	**2 087 400 000**	**896 740 089**	**1 172 905 894**	**240 935 377**	**-73 402 150**	**1 340 439 120**	**678 707 020**	**1 416 179 261**

RAPPORT ANNUEL 2020

Fonds	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Solde de l'exercice précédent	Valeur Bilan Ex. n-1	Versements de la période		Valeur Bilan Ex. n	Solde à la date d'arrêté	Valorisation à la date d'arrêté
					Appels de fonds	Distribution d'avoirs			
Report Sous-Total page précédente	**2 155 690 000**	**2 087 400 000**	**896 740 089**	**1 172 905 894**	**240 935 377**	**-73 402 150**	**1 340 439 120**	**678 707 020**	**1 416 179 261**
Infragreen IV									
Indigo Capital II									
QUAERO EUROPEAN INFRASTRUCTURE									
Swen Impact Funf For Transition									
Jeito SLP									
SERENA III									
PARTECH GROWTH II									
Middle Market Fund 6									
Sous-Total (508 100)	**2 465 190 000**	**2 396 900 000**	**896 740 089**	**1 172 905 894**	**314 646 726**	**-73 458 324**	**1 414 138 995**	**914 531 411**	**1 488 414 404**
Total	**3 540 190 000**	**3 532 900 000**	**975 706 913**	**1 818 058 107**	**390 851 939**	**-143 484 834**	**2 065 469 911**	**1 041 020 289**	**2 129 421 062**

Disponibilités

Devises	Total
AUD	1 364 668,47
CAD	80,14
CHF	959 648,10
DKK	489 493,30
EUR	528 317 950,94
GBP	1 417 015,90
HKD	1 218 224,78
JPY	11 624 402,14
NOK	442 634,22
NZD	582 666,72
SEK	1 250 201,88
SGD	436 187,23
USD	191 049 458,25
Total	**739 152 632,07**

COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU PASSIF

Évolution des capitaux permanents

Capitaux propres	31/12/2019	Affectation résultat 2019	Résultat 2020	[+]	[-]	31/12/2020
Dotations	2 870 680 121,97				1 128 024 810,27	1 742 655 311,70
Réserves	11 080 492 421,68	841 482 768,05			11 921 975 189,73	0,00
Écarts d'estimation	2 906 520 882,16				480 395 090,73	2 426 125 791,43
Résultat de l'exercice	841 482 768,05	-841 482 768,05	722 543 052,97			722 543 052,97
Sous-Total	**17 699 176 193,86**	**0,00**	**722 543 052,97**	**0,00**	**13 530 395 090,73**	**4 891 324 156,10**

Dettes long terme	31/12/2019					31/12/2020
CNIEG	5 427 370 158,36				5 427 370 158,36	0,00
CADES + 1 an	8 400 000 000,00			13 050 000 000,00	2 100 000 000,00	19 350 000 000,00
Sous-Total	**13 827 370 158,36**	**0,00**	**0,00**	**13 050 000 000,00**	**7 527 370 158,36**	**19 350 000 000,00**
Total capitaux permanents	**31 526 546 352,22**	**0,00**	**722 543 052,97**	**13 050 000 000,00**	**21 057 765 249,09**	**24 241 324 156,10**

Résultats des derniers exercices

	2017	2018	2019	2020
Résultats de l'exercice	2 392 033 650,10	945 248 881,15	841 482 768,05	722 543 052,97

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

Dettes

ÉCHÉANCIER DES DETTES

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	Dont 1 à 5 ans	Dont + de 5 ans
Contribution exceptionnelle CNIEG					
Dette CADES	21 450 000 000,00	2 100 000 000,00	19 350 000 000,00	9 200 000 000,00	10 150 000 000,00
Dettes d'exploitation	70 825 682,38	70 825 682,38			
Dettes liées aux instruments financiers	58 105 716,05	58 105 716,05			
Dettes liées aux opérations de change	7 877 526 180,22	7 877 526 180,22			
Dettes liées aux instruments financiers à terme	21 350 201,95	21 350 201,95			
	29 477 807 780,60	**10 127 807 780,60**	**19 350 000 000,00**	**9 200 000 000,00**	**10 150 000 000,00**

RAPPORT ANNUEL 2020

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG

Capitaux propres au 31 déc. 2019	17 699 176 193,86
Soulte CNIEG au 31 déc. 2019	5 427 370 158,36
Abondements 2020	0,00
Dette CADES au 31 mai 2020	8 400 000 000,00
	31 526 546 352,22
Quote-part CNAV au 31/05/2020	**17,22 %**

Abondements		
Dotations au 31/12/2019	2 870 680 121,97	2020
Dotations au 31/05/2020	2 870 680 121,97	0,00

Répartition au 31/05/2020			
	31/12/2019	**31/05/2020**	**À répartir**
Résultat d'exploitation		-25 099 568,75	-25 099 568,75
Résultat financier		-401 205 508,70	-401 205 508,70
Résultat exceptionnel		80 841,67	80 841,67
Résultat global		**-426 224 235,78**	**-426 224 235,78**
Écart d'estimation Inst. Financiers	2 877 474 188,28	815 187 338,81	-2 062 286 849,47
Écart d'estimation Change	-7 008 251,96	-9 083 226,81	-2 074 974,85
Écart d'estimation Change à terme	105 410 108,99	205 358 535,96	99 948 426,97
Écart d'estimation Dérivés	28 925 025,03	-54 039 047,02	-82 964 072,05
Écart d'estimation Fonds de Cap.Inv.	123 362 528,04	98 869 902,19	-24 492 625,85
Écart d'estimation Org.de titrisation	-1 941 469,31	-7 978 911,04	-6 037 441,73
Écart d'estimation Options	766 922,47	48 937 957,24	48 171 034,77
Écart d'estimation Total	**3 126 989 051,54**	**1 097 252 549,33**	**-2 029 736 502,21**

Résultat global	-426 224 235,78
Pourcentage de répartition	17,22 %
À porter au débit de la CNAV	**-73 375 518,91**
Écart d'estimation	-2 029 736 502,21
Pourcentage de répartition	17,22 %
À porter au débit de la CNAV	**-349 423 980,61**

Récapitulation	
Résultat global	-73 375 518,91
Écart d'estimation	-349 423 980,61
	-422 799 499,52
Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2019	**5 427 370 158,36**
Contribution CNIEG au 31/05/2020	**5 004 570 658,83**

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes	**31/12/2020**
Liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	58 105 716,05
Total	**58 105 716,05**
Liées aux opérations de change	
Ventes à terme	7 717 383 292,97
Devises à livrer à terme	158 944 639,49
Devises à livrer au comptant	991 710,77
Report	206 536,99
Total	**7 877 526 180,22**
Liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	5 403 878,77
Prime sur options	15 946 323,18
Total	**21 350 201,95**

Produits constatés d'avance

Les produits constatés d'avance s'élèvent à **475 388,25 €**. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables dont les taux sont négatifs. Ils sont présentés au poste « Charges constatées d'avance » du bilan.

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

CHARGES D'EXPLOITATION

	Montant
Services Extérieurs	**93 068 807,45**
Gestion Administrative *(Caisse des dépôts et consignations)*	19 927 463,00
Rémunération des sociétés d'investissement	68 284 579,29
Autres services extérieurs	4 856 765,16
Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme	*3 915 010,09*
Impôts et taxes	**84 035,47**
Personnel	**948 049,56**
Amortissements	**312 469,00**
Total	**94 413 361,48**

PRODUITS D'EXPLOITATION

	Montant
Services Extérieurs	**3 050 194,84**
Autres services extérieurs	3 050 194,84

TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

TABLEAU DES EFFECTIFS ET VENTILATION PAR CATÉGORIE					
Catégorie	**CDI**	**CDD**	**Interim**	**Autres**	**Total**
Direction	2				2
Cadres	1				1
Employés	4				4
Total	**7**				**7**
Autres[9]				2	

9. Agent Comptable et Présidente du Conseil de Surveillance

ENGAGEMENTS HORS BILAN

CONTRATS DE CHANGE À TERME				
Codes devises	**Devise à recevoir**	**%**	**Devise à livrer**	**%**
AUD	1 144 898,82	0,72 %	142 750 451,13	1,82 %
CAD	451 389,56	0,28 %	449 995,23	0,01 %
CHF	2 904 192,50	1,83 %	72 194 239,30	0,92 %
DKK	698 774,28	0,44 %	16 617 263,45	0,21 %
GBP	3 636 353,84	2,29 %	277 157 706,27	3,53 %
HKD	520 816,94	0,33 %	104 743 829,46	1,33 %
JPY	5 925 713,77	3,73 %	681 090 977,87	8,68 %
NOK	0,00	0,00 %	21 594 623,56	0,28 %
NZD	0,00	0,00 %	25 029 834,47	0,32 %
SEK	0,00	0,00 %	112 215 185,79	1,43 %
SGD	0,00	0,00 %	46 004 407,21	0,59 %
USD	143 662 499,78	90,39 %	6 350 876 016,20	80,90 %
Total	**158 944 639,49**	**100,00 %**	**7 850 724 529,94**	**100,00 %**

TITRES ET ESPÈCES EN DEPOSIT AU 31/12/2020

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
US9127963V99	USA TREASURY BILL 21/01/21	24 000 000,00	19 863 437,49	19 614 422,53
US9127963W72	USA TREASURY BILL 04/02/21	25 700 000,00	22 080 375,05	21 003 204,56
US9127964Y20	USA TREASURY BILL 04/15/21	25 460 000,00	21 712 014,28	20 803 555,87
US912796A825	USA TREASURY BILL 26/01/21	26 200 000,00	21 900 129,24	21 412 268,52
US912796UC14	USA TREASURY BILL 28/01/21	25 240 000,00	21 256 869,23	20 627 477,98
			106 812 825,29	**103 460 929,46**

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	263 340,00	162 147,51	166 082,24
DG.EUR	DEPOSIT EUR	51 604 652,86	51 604 652,86	51 604 652,86
DG.EUR	DEPOSIT EUR	301 489,70	301 489,70	301 489,70
DG.EUR	DEPOSIT EUR	512 065,20	512 065,20	512 065,20
DG.EUR	DEPOSIT EUR	320 627,30	320 627,30	320 627,30
DG.EUR	DEPOSIT EUR	440 156,60	440 156,60	440 156,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	98 316,80	98 316,80	98 316,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	101 933,80	101 933,80	101 933,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	324 500,00	324 500,00	324 500,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	165 643,40	165 643,40	165 643,40
DG.EUR	DEPOSIT EUR	80 697,40	80 697,40	80 697,40
DG.HKD	DEPOSIT HKD	1 260 375,00	138 263,25	132 849,35
DG.JPY	DEPOSIT JPY	287 100 000,00	2 362 869,98	2 272 701,18
DG.SGD	DEPOSIT SGD	61 600,00	38 557,17	38 092,88
DG.USD	DEPOSIT USD	686 290,00	612 555,14	560 900,65
DG.USD	DEPOSIT USD	503 841,00	416 780,92	411 786,19
DG.USD	DEPOSIT USD	553 636,00	471 184,54	452 483,34
DG.USD	DEPOSIT USD	185 972 376,60	158 872 208,66	151 994 096,35
			217 024 650,23	**209 979 075,24**
			323 837 475,52	**313 440 004,70**

AUTRES ENGAGEMENTS

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

Futures sur indices

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
AP0321	SYD FUTURE SPI2 0321	AUD	21,00	6 537,00	2 164 433,02
FCE0121	Mar CAC40 0121	EUR	5 575,00	5 542,00	308 966 500,00
FCE0121	Mar CAC40 0121	EUR	64,00	5 542,00	3 546 880,00
FDAX0321	EUR FUTURE DAX 0321	EUR	701,00	13 746,00	240 898 650,00
FESX0321	EUR DJ EURO STO 0321	EUR	7 928,00	3 550,00	281 444 000,00
FESX0321	EUR DJ EURO STO 0321	EUR	24,00	3 550,00	852 000,00
FESX0321	EUR DJ EURO STO 0321	EUR	39,00	3 550,00	1 384 500,00
FESX0321	EUR DJ EURO STO 0321	EUR	19,00	3 550,00	674 500,00
FMCE_FA0321	EUR EURO STOXX 0321	EUR	1 350,00	475,00	32 062 500,00
FTI0121	Mar FUTURE AEX 0121	EUR	563,00	624,53	70 322 078,00
HSI0121	HKF HANG SENG I 0121	HKD	11,00	27 219,00	1 577 954,62
IX0121	MEF IBEX 35 0121	EUR	725,00	8 070,70	58 512 575,00
SG_FQ0121	SIM MSCI SINGAP 0121	SGD	28,00	323,30	559 792,22
SPMIB0321	ITA SPMIB INDEX 0321	EUR	487,00	22 129,00	53 884 115,00
					1 056 850 477,87

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
ES0321	CHI FUTUR SPMIN 0321	USD	-550,00	3 748,80	84 256 466,84
TP0321	OSA TOPIX 0321	JPY	-227,00	1 804,50	32 425 889,04
					116 682 355,88

Futures sur taux

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FGBL0321	EUR EURO BUND F 0321	EUR	207,00	177,64	36 771 480,00
FGBL0321	EUR EURO BUND F 0321	EUR	29,00	177,64	5 151 560,00
FGBL0321	EUR EURO BUND F 0321	EUR	260,00	177,64	46 186 400,00
FGBM0321	EUR EURO BOBL F 0321	EUR	166,00	135,18	22 439 880,00
FGBS0321	EUR EURO SCHATZ 0321	EUR	573,00	112,28	64 333 575,00
FV0321	CBO UST NOTE 5 0321	USD	27,00	126,16	2 784 019,86
FV0321	CBO UST NOTE 5 0321	USD	151,00	126,16	15 569 888,85
TN0321	CBO ULTRA NOTE 0321	USD	482,00	156,36	61 595 536,56
TU0321	CBO 2 Y US TRES 0321	USD	44,00	110,49	7 946 467,25
TU0321	CBO 2 Y US TRES 0321	USD	29,00	110,49	5 237 444,32
TY0321	CBO T NOTE US 1 0321	USD	172,00	138,08	19 410 271,34
					287 426 523,18

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FGBL0321	EUR EURO BUND F 0321	EUR	-110,00	177,64	19 540 400,00
FGBL0321	EUR EURO BUND F 0321	EUR	-90,00	177,64	15 987 600,00
FGBM0321	EUR EURO BOBL F 0321	EUR	-75,00	135,18	10 138 500,00
FGBM0321	EUR EURO BOBL F 0321	EUR	-339,00	135,18	45 826 020,00
FGBS0321	EUR EURO SCHATZ 0321	EUR	-182,00	112,28	20 434 050,00
FGBX0321	EUR FUTURE EURO 0321	EUR	-23,00	225,24	5 180 520,00
FV0321	CBO UST NOTE 5 0321	USD	-8 895,00	126,16	917 179 876,22
TN0321	CBO ULTRA NOTE 0321	USD	-1 494,00	156,36	190 920 605,01
TN0321	CBO ULTRA NOTE 0321	USD	-154,00	156,36	19 679 901,72
TN0321	CBO ULTRA NOTE 0321	USD	-266,00	156,36	33 992 557,52
TU0321	CBO 2 Y US TRES 0321	USD	-7 158,00	110,49	1 292 745 739,91
TY0321	CBO T NOTE US 1 0321	USD	-4 239,00	138,08	478 372 908,26
TY0321	CBO T NOTE US 1 0321	USD	-673,00	138,08	75 948 329,15
UBE0321	CBO ULTRA BOND 0321	USD	-31,00	213,56	5 410 843,45
UBE0321	CBO ULTRA BOND 0321	USD	-4,00	213,56	698 173,35
US0321	CBO FUTURE BOND 0321	USD	-1,00	173,19	141 545,09
US0321	CBO FUTURE BOND 0321	USD	-14,00	173,19	1 981 631,32
					3 134 179 200,99

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OSPX0321C-1	S&P 500 C 2103 3910.00	-2 695,00	3 910,00	3 756,07	0,294		-243 230 513,18
OSPX0321C-2	S&P 500 C 2103 3970.00	-592,00	3 970,00	3 756,07	0,216		-39 254 315,98
OSPX0321C-3	S&P 500 C 2103 3960.00	-1 182,00	3 960,00	3 756,07	0,228		-82 730 239,14
Total en valeur absolue							**365 215 068,30**

OPTIONS DE VENTE SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0321P-1	EURO STOXX 50 P 2103 3475.00	51 575,00	3 475,00	3 552,64	-0,393		-720 083 713,44
OESX0321P-2	EURO STOXX 50 P 2103 3225.00	-51 575,00	3 225,00	3 552,64	-0,195		357 293 445,60
OSPX0321P-1	S&P 500 P 2103 3350.00	-1 155,00	3 350,00	3 756,07	-0,172		60 984 910,01
OSPX0321P-2	S&P 500 P 2103 3550.00	1 155,00	3 550,00	3 756,07	-0,290		-102 823 394,78
OSPX0321P-3	S&P 500 P 2103 3360.00	-1 540,00	3 360,00	3 756,07	-0,177		83 676 969,55
OSPX0321P-4	S&P 500 P 2103 3560.00	1 540,00	3 560,00	3 756,07	-0,297		-140 407 118,39
OSPX0321P-5	S&P 500 P 2103 3400.00	-1 774,00	3 400,00	3 756,07	-0,196		106 738 634,60
OSPX0321P-6	S&P 500 P 2103 3600.00	1 774,00	3 600,00	3 756,07	-0,330		-179 713 007,24
Total en valeur absolue							**1 751 721 193,61**

RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

mazars

61, rue Henri Regnault
92075 Paris La Défense Cedex

Grant Thornton
L'instinct de la croissance™

29, rue du Pont
92578 Neuilly-sur-Seine Cedex

Fonds de Réserve pour les Retraites

56, rue de Lille – 75007 Paris

Rapport des Commissaires aux Comptes sur les comptes annuels

Exercice clos le 31 décembre 2020

Fonds de Réserve pour les Retraites

56, rue de Lille
75007 Paris

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES SUR LES COMPTES ANNUELS

Exercice clos le 31 décembre 2020

Aux membres du Conseil de Surveillance,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2020, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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

Fondement de l'opinion

Référentiel d'audit

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

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

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1er janvier 2020 à la date d'émission de notre rapport.

Justification des appréciations

La crise mondiale liée à la pandémie de COVID-19 crée des conditions particulières pour la préparation et l'audit des comptes de cet exercice. En effet, cette crise et les mesures exceptionnelles prises dans le cadre de l'état d'urgence sanitaire induisent de multiples conséquences pour les entreprises, particulièrement sur leur activité et leur financement, ainsi que des incertitudes accrues sur leurs perspectives d'avenir. Certaines de ces mesures, telles que les restrictions de déplacement et le travail à distance, ont également eu une incidence sur l'organisation interne des entreprises et sur les modalités de mise en œuvre des audits.

C'est dans ce contexte complexe et évolutif que, 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 1 de l'annexe des comptes « Règles et méthodes comptables utilisées », les comptes sont établis selon les principes et méthodes du plan comptable unique des organismes de sécurité sociale et l'avis CNC n°2003-07 du 24 juin 2003 modifié par l'avis n°2008-10 du 5 juin 2008 relatif à la comptabilisation des instruments financiers du Fonds de Réserve pour les Retraites.

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

Vérifications spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par les textes légaux et réglementaires.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion du Directoire et dans les autres documents sur la situation financière et les comptes annuels adressés aux membres du Conseil de Surveillance.

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

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

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

Les comptes annuels ont été 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'Etablissement.

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

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;

- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;

- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;

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

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

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 9 mars 2021

GRANT THORNTON

Leslie FITOUSSI

Brigitte VAIRA-BETTENCOURT

MAZARS

Gilles DUNAND ROUX

Pierre MASIERI

6

Création et réalisation : Luciole • Impression sur Print Speed Offset, papier certifié FSC • Septembre 2021

FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES
- 56 RUE DE LILLE 75007, PARIS -
WWW.FONDSDERESERVE.FR

FONDS DE RESERVE
POUR LES RETRAITES