

RAPPORT ANNUEL 2014



SOMMAIRE

- p. 02 MESSAGE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE
- p. 04 CHIFFRES CLÉS
- p. 05 UNE ANNÉE MARQUÉE PAR LA BAISSSE DES TAUX D'INTÉRÊT
- p. 09 PERFORMANCE 2014 :
UNE PROGRESSION DE L'ACTIF DE 8,75 %
- p. 14 UNE GESTION SÉCURISÉE, PILOTÉE PAR LE PASSIF ET OPTIMISANT LA PERFORMANCE
- p. 16 LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DU FRR
- p. 24 L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR
- p. 33 GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES
- p. 37 ORGANISATION & COÛTS
- p. 38 ORGANIGRAMME
- p. 40 LES INSTANCES DIRIGEANTES

01

ÉLÉMENTS FINANCIERS

- p. 42 SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE
- p. 43 BILAN AU 31/12/2014
- p. 44 COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2014
- p. 45 ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2014
- p. 60 RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES AU 31 DÉCEMBRE 2014
- p. 61 CARTOGRAPHIE DU PORTEFEUILLE DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2014
- p. 64 SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR AU 31 DÉCEMBRE 2014



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

02

L'année 2014 a été marquée par une situation économique décevante en Europe, avec une reprise plus faible que prévu en zone euro et la montée concomitante des craintes de déflation. Les préoccupations de nature géopolitique ont également pesé sur le moral des entreprises, des ménages et des investisseurs.

Mais l'année 2014 a aussi apporté son lot de bonnes nouvelles. La solidité de la reprise américaine ne fait plus de doute et la croissance a également été dynamique au Royaume-Uni. Le repli des prix du pétrole et des matières premières, à partir de l'été et qui s'est accéléré à l'automne, constitue un facteur positif pour le continent européen. Le net repli de l'euro contre le dollar à partir d'avril a mis un terme à une surévaluation dommageable et a permis son retour en fin d'année vers des niveaux plus raisonnables en termes de taux de change effectif réel. Enfin, le soutien indéfectible de la BCE a contribué à définir un contexte nettement plus favorable pour les économies européennes à l'orée de 2015.

Dans cet environnement contrasté de 2014, le FRR a affiché des performances très satisfaisantes et confirmé la robustesse de son modèle de gestion.

Portés par une nouvelle très forte baisse des taux d'intérêt mondiaux, les actifs de couverture progressent de 8,2%. Les actifs de performance alignent pour leur part une troisième forte performance consécutive, avec un gain de 9,8%. Alors que les actions de la zone euro, pénalisées par les inquiétudes sur la croissance et une possible déflation, affichent une pro-

.....

En 2014, le FRR a affiché des performances très satisfaisantes et confirmé la robustesse de son modèle de gestion.

.....

gression modeste de 4%, la grande diversification des actifs de performance permet au FRR de s'appuyer sur les très bons résultats de la plupart des marchés actions, au premier rang desquels le marché américain mais aussi le marché japonais, tandis que les marchés émergents ont amorcé une stabilisation après les déceptions de 2013.

En 2014, le FRR a poursuivi son engagement très fort au service de l'économie française. Après les 500 millions d'euros investis début 2013 en actions de moyennes et grandes capitalisations françaises, il a investi 300 millions d'euros en actions de petites et moyennes capitalisations françaises et a souscrit pour 120 millions d'euros supplémentaires à des fonds de prêt à l'économie, portant le total de ses engagements à 300 millions dont 200 millions effectivement investis à fin décembre 2014.



Alain Vasselle
Président du Conseil de surveillance



Pierre-René Lemas
Président du Directoire

Le FRR a aussi grandement contribué aux efforts pour progresser vers une économie sobre en carbone. Il a ainsi joué un rôle majeur dans le développement d'une nouvelle génération d'indices à faible intensité en carbone et y a investi plus d'un milliard d'euros. Il a également signé le Pacte de Montréal, s'engageant par là à effectuer régulièrement le bilan de l'empreinte carbone de son portefeuille d'actions et s'est placé à l'avant-garde de la Coalition pour la décarbonation des portefeuilles des investisseurs de long terme.

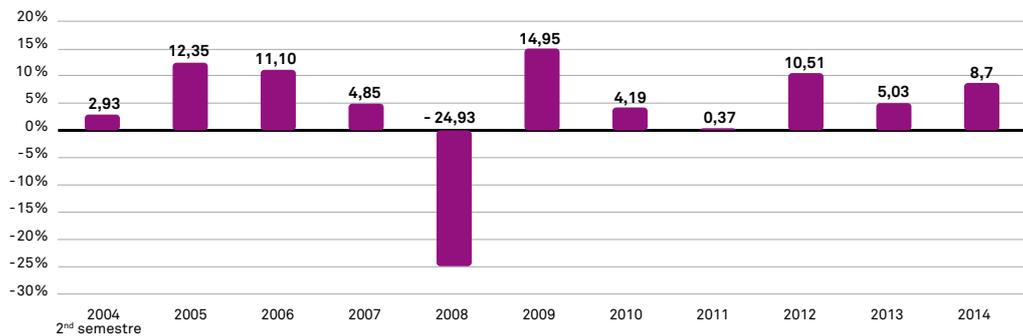
Le FRR va poursuivre ses efforts dans ce sens et apportera sa contribution au succès de la conférence COP21 de décembre 2015 à Paris.

Le FRR s'est placé
à l'avant-garde de
la Coalition pour
la décarbonation
des portefeuilles
des investisseurs
de long terme.



CHIFFRES CLÉS

> Performance annuelle du FRR



04

+ 8,75 %

Performance 2014 nette de frais

37,2 Mds€

Montant des actifs du FRR
au 31/12/2014

+ 4,16 %

Performance annualisée
de l'actif depuis juin 2004

+ 6,1 %

Performance annualisée de l'actif
depuis décembre 2010*

> Évolution de l'actif net du FRR (en milliards d'euros) au 31/12/2014



* Depuis l'entrée en vigueur de la réforme des retraites de 2010, le modèle financier du FRR a substantiellement changé :
 – le FRR ne perçoit plus de recettes (1,5 à 2 milliards d'euros par an jusqu'en 2010);
 – le FRR verse 2,1 milliards d'euros chaque année à la CADES;
 – l'horizon d'investissement du FRR est désormais plus proche (2024 contre 2040 avant la réforme).



UNE ANNÉE MARQUÉE PAR LA BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT

Déceptions sur la croissance, baisse de l'inflation et tensions géopolitiques

Après un premier semestre 2014 caractérisé par des volatilités particulièrement basses, témoignant de l'emprise des banques centrales sur l'ensemble des marchés, la volatilité a enregistré un net regain au début de l'été. L'épisode de volatilité extrême de la première quinzaine d'octobre puis sa réplique en décembre ont souligné qu'avec la normalisation de la politique monétaire américaine les marchés mondiaux pourraient connaître à nouveau des évolutions brutales.

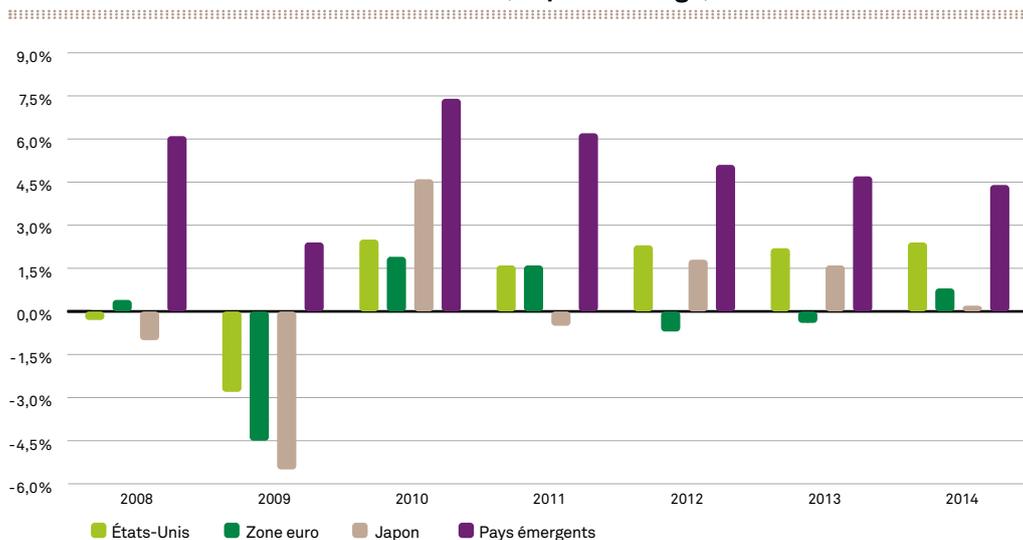
Au premier semestre, les marchés n'ont pas été affectés par les inquiétudes géopolitiques : tensions sino-japonaises en mer de Chine, évolution des discussions sur le dossier nucléaire iranien, soulèvement en Ukraine contre le président Ianoukovitch puis mouvements sécessionnistes dans l'est du pays, menées islamistes en Afrique de l'Ouest et au Moyen-Orient. Mais à partir de fin juin, les marchés ont été affectés par les tensions entre l'Ukraine et la Russie et leurs répercussions économiques pour l'Europe tout particulièrement.

Début octobre, confrontés à une série de mauvaises nouvelles économiques avec la dégradation des prévisions de croissance mondiale du FMI et de nouveaux signes de baisse de régime de l'économie allemande, les marchés boursiers ont violemment décroché tandis que les taux d'intérêt souverains atteignaient des niveaux historiquement bas.

La croissance chinoise, dont les observateurs redoutent toujours un ralentissement brutal, a suscité bien des inquiétudes tout comme, dans une moindre mesure, le repli d'une économie japonaise affectée par le relèvement de trois points du taux de la TVA. En fin d'année, l'effondrement des prix du pétrole et des matières premières industrielles a ajouté aux inquiétudes des marchés qui, minimisant l'impact favorable de cette évolution sur la croissance, ont surtout voulu y voir la preuve que la demande mondiale était gravement défaillante et que le risque de déflation se rapprochait toujours plus.

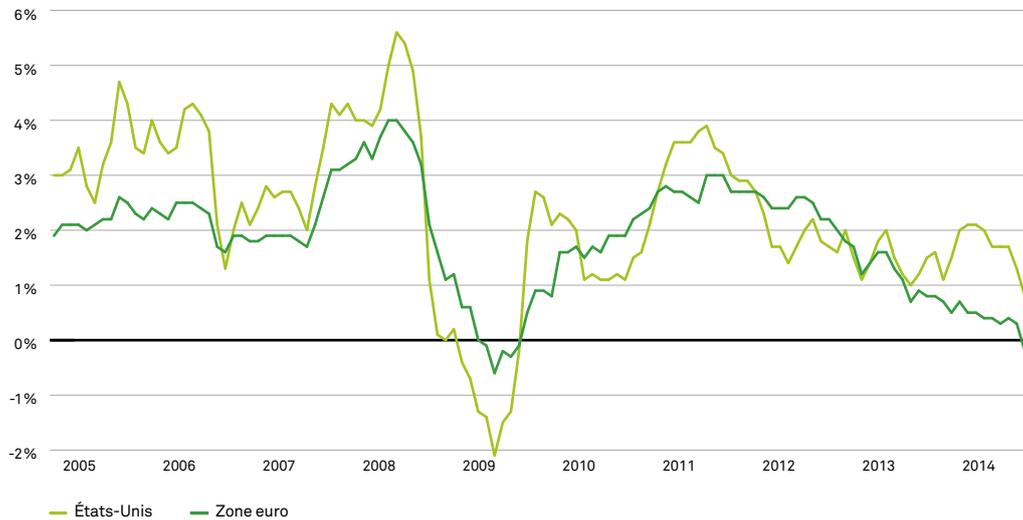
En 2014, notamment sous l'effet de la baisse des prix du pétrole, les taux d'inflation des principales zones économiques ont été orientés à la baisse. L'inflation en zone euro a fortement décliné au cours de l'année pour finir en territoire négatif à -0,2% en rythme annuel.

> Croissance annuelle du PIB en volume (en pourcentage)



Sources : Bloomberg, FMI.

> Taux d'inflation d'année en année (en pourcentage)



Source : Bloomberg.

Les marchés de taux d'intérêt et de devises

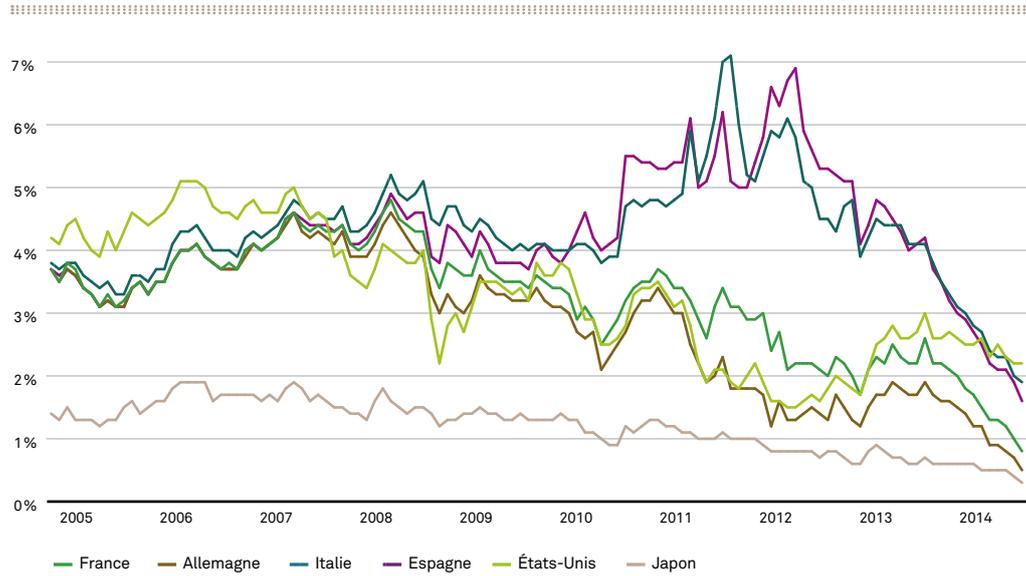
En zone euro, les **déceptions sur la croissance, les craintes d'entrée en déflation et l'action résolue de la Banque centrale** expliquent pour une large part le **très fort recul des taux souverains**. Par exemple, le taux de l'État français à 10 ans est passé de 2,6% fin 2013 à 0,8% fin 2014. Les taux des obligations souveraines des pays périphériques (Italie, Espagne, Portugal) affichent les plus fortes contractions, notamment du fait des arbitrages d'investisseurs étrangers rassurés par le soutien de la BCE.

De même, au Japon, les résultats décevants de la croissance et l'activisme de la Banque centrale du Japon (BOJ) ont encore comprimé les taux d'intérêt obligataires. La conséquence des taux japonais extrêmement bas, de la politique de diversification de la BOJ et du fonds de pension public (GPIF), ainsi que des banques et investisseurs institutionnels japonais a été des achats massifs de titres de dettes européennes. Ces institutions ont ainsi contribué à la baisse des taux souverains de la zone euro.

Aux États-Unis, le processus d'arrêt des achats d'obligations du Trésor et de titres hypothécaires par la Banque centrale américaine (FED) n'a pas connu de difficultés particulières, mais l'année marque, contre toute attente, un net recul des taux souverains, quoique de bien moindre ampleur qu'en zone euro. Le taux d'intérêt du Trésor américain à 10 ans est ainsi passé d'un niveau de 3% fin 2013 à 2,2% un an plus tard. Cette baisse des taux s'explique par la grande prudence de la FED dans ses perspectives de relèvement des taux directeurs, la baisse de l'inflation et, également, par l'intérêt des investisseurs étrangers : les taux très bas des dettes souveraines du Japon et des pays européens ont rendu, par comparaison, les taux souverains américains attractifs.

En 2014, le marché des devises a été marqué par **un mouvement soutenu de hausse du dollar contre l'euro et contre le yen japonais**. Ce mouvement s'explique en grande partie par la divergence croissante des politiques monétaires. D'une part, la FED a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif et a préparé les marchés à une hausse des taux directeurs en 2015. D'autre part, la BCE et la BOJ ont davantage assoupli leur politique monétaire. La BCE a affirmé fermement sa volonté de relancer l'activité de crédit et de lutter contre le risque de déflation en prenant des mesures fortes : baisse des taux directeurs (le taux de facilité de dépôts devenant négatif), annonce d'un programme d'achat de titres d'entreprises et annonce d'un programme d'achat massif de dettes publiques à venir pour 2015.

> Taux d'intérêt des obligations souveraines à 10 ans (en pourcentage)



Source : Bloomberg.

> Évolution de l'euro (EUR) et du yen japonais (JPY) contre le dollar américain (USD)



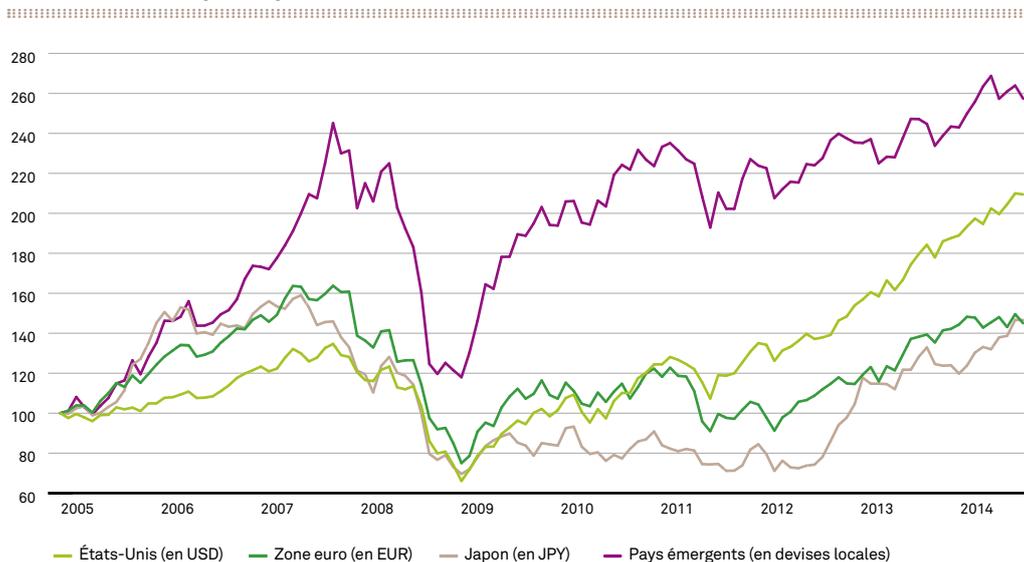
Source : Bloomberg.

Les marchés d'actions

En 2014, les **marchés d'actions mondiaux ont affiché une nouvelle année de progression**. Mais cette hausse n'a pas été homogène avec, d'une part, de la **volatilité** et, d'autre part, de fortes **divergences régionales**. Les marchés d'actions américaines **enregistrent la plus forte progression** (+13 % pour l'indice S&P 500), suivis des marchés d'actions japonais (+10 % pour l'indice Topix) et des marchés

des pays émergents (+5 % pour l'indice MSCI Emerging Markets en devises locales), l'indice Euro Stoxx 50 de la zone euro s'adjugeant, quant à lui, une performance de 4 %. Les actions ont été soutenues par une liquidité très abondante, issue des politiques monétaires expansionnistes des pays développés, d'une croissance solide et en accélération aux États-Unis. Néanmoins, ce mouvement de hausse a été heurté et marqué par plusieurs épisodes de repli tout au long de l'année.

> Évolution des principaux marchés actions – base 100 au 31/12/2004



Sources : Bloomberg, MSCI.

UNE CHUTE BRUTALE DES PRIX DU PÉTROLE

Le prix du baril de Brent, pétrole brut de la mer du Nord, a été marqué par une rupture brutale depuis le début de l'été 2014 alors qu'il évoluait depuis 2011 dans une fourchette de prix de 90-120 dollars/baril. En effet, malgré un contexte géopolitique tendu, le Brent est passé de 115 dollars le 19 juin à 57 dollars le 31 décembre. Cette lourde chute des prix s'explique par des perspectives de croissance mondiale revues à la baisse, impliquant une moindre augmentation de la demande de pétrole, associées à une offre de brut toujours plus abondante, alimentée en 2014 par une hausse de la production américaine d'hydrocarbures de schiste et le maintien du niveau de production journalière des pays de l'OPEP (30 millions de barils/jour). Malgré la forte baisse du prix du baril depuis l'été, l'Arabie saoudite, le plus important producteur du cartel, a maintenu son volume de production dans le but, notamment, de défendre ses parts de marché. L'offre ne s'étant pas adaptée à la demande, c'est logiquement le prix qui s'est ajusté.

La chute du prix du pétrole, si elle est durable, va avoir des implications économiques importantes, notamment un transfert de revenus des pays producteurs vers les pays importateurs d'énergie. L'impact sur la croissance mondiale devrait être globalement positif avec une baisse des coûts pour les entreprises et une augmentation du pouvoir d'achat des ménages. Enfin, la baisse des prix de l'énergie va amplifier en 2015 le mouvement de désinflation qui touche de nombreux pays développés et émergents.



PERFORMANCE 2014 : UNE PROGRESSION DE L'ACTIF DE 8,75 %

L'année 2014 enregistre une performance de 8,75 % nette de frais et l'actif du FRR a atteint, au 31 décembre, 37,2 milliards d'euros.

L'ensemble des classes d'actifs a contribué positivement à la performance du Fonds : 4,52 % pour les actifs de couverture et 4,28 % pour les actifs de performance, hors frais de gestion administrative.

Les actifs de couverture ont bénéficié de la forte baisse des taux d'intérêt, notamment en zone euro, permettant ainsi aux mandats d'adossement en OAT de contribuer à hauteur de 2,72 % à la performance totale.

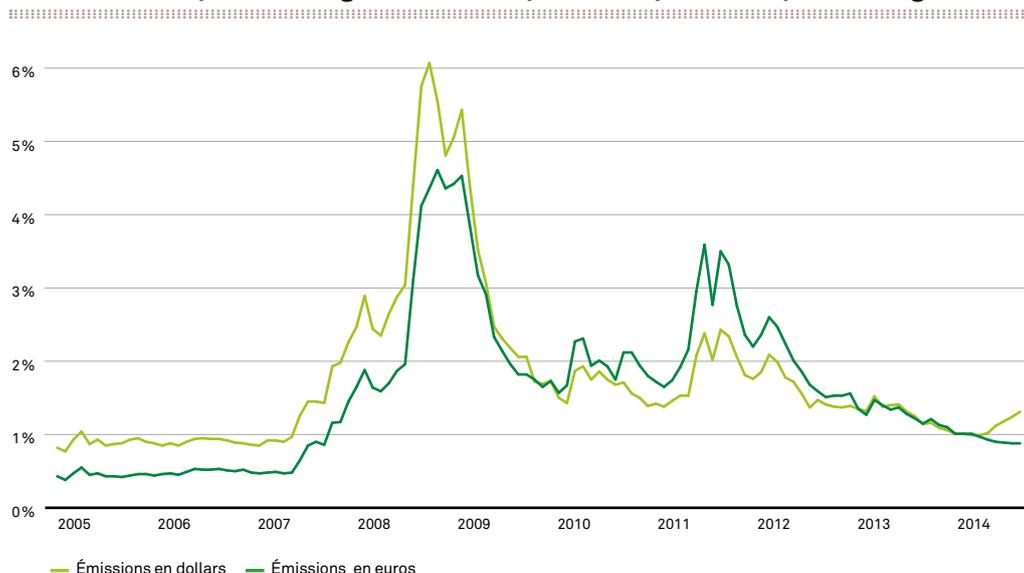
En plus de la baisse des taux, les obligations d'entreprises de qualité émises en euros ont bénéficié en 2014 de la baisse de leurs primes de risque, leur permettant d'apporter une contribution de 1,26 % à la performance. Les obligations d'entreprises de qualité émises en dollars ont été légèrement pénalisées par la hausse de leurs primes de risque en fin d'année mais ont pu bénéficier de l'effet positif de la baisse des taux d'intérêt.

Les actions constituent le deuxième grand moteur de performance sur l'année. La très bonne performance des actions nord-américaines (près de 14 %) leur a permis de contribuer à hauteur de 1,63 % à la performance totale. Les actions de la zone euro, bien qu'ayant obtenu un rendement de seulement 4,5 %, ont contribué pour 0,75 % à la performance en raison de leur poids important dans le portefeuille.

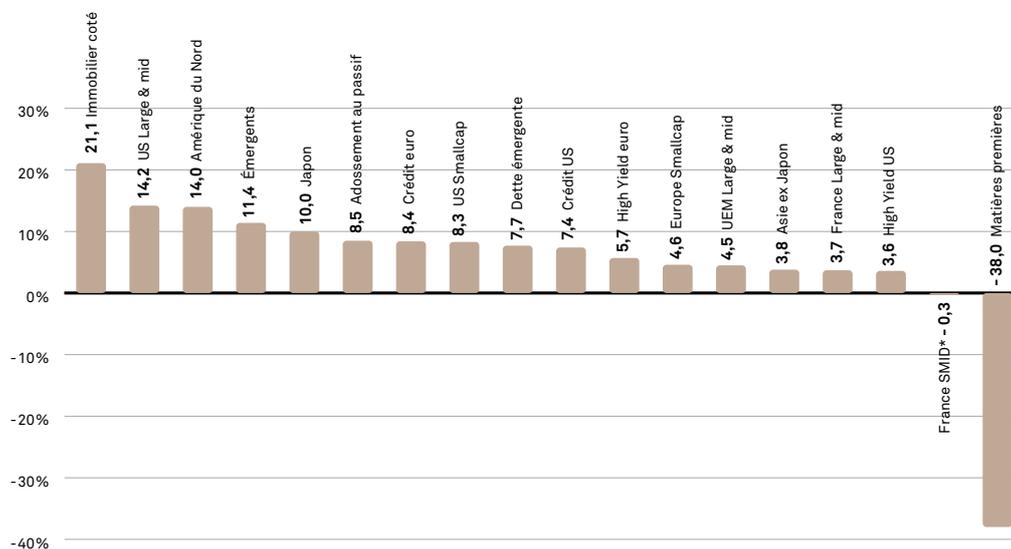
Enfin, les actifs des pays émergents, actions et dettes, ont apporté une contribution de plus de 1,1 % à la performance totale du Fonds. Les obligations, émises en dollars et en devises locales, ont progressé de 7,7 % en euros au cours de l'année 2014, les actions s'adjugeant plus de 11 % en euros.

En 2014, le FRR n'a été investi sur l'immobilier coté (REITs) que sur le début de l'année et n'a donc pas pu profiter intégralement de l'excellente performance de cette classe d'actifs (+21 %). En revanche, la sortie des matières premières du portefeuille en 2013 a évité au Fonds de subir la lourde chute des cours de l'énergie et des métaux (-38 % en 2014 pour l'indice du FRR énergie et métaux).

> Primes de risque des obligations d'entreprises de qualité (en pourcentage)



> Performance des actifs de l'allocation stratégique, en 2014 (en pourcentage)



* Petites et moyennes capitalisations.

31/12/2013 - 31/12/2014

Contribution à la performance totale du portefeuille

ACTIFS DE PERFORMANCE	4,28 %
Actions zone euro	0,75 %
Actions Europe + ISR Europe	0,13 %
ADECE Europe	0,02 %
ADECE Monde + ISR Monde	0,12 %
Actions Amérique du Nord	1,63 %
Actions Asie Bassin pacifique	0,19 %
Actions des pays émergents (via OPC)	0,58 %
Matières premières	
Immobilier	0,02 %
Obligations d'entreprises à haut rendement (via OPC)	0,27 %
Obligations des pays émergents (via OPC)	0,55 %
ACTIFS DE COUVERTURE	4,52 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros	1,26 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars	0,53 %
Adossement Passif (OAT)	2,72 %
FRAIS DE GESTION ADMINISTRATIVE	-0,05 %
TOTAL	8,75 %

LE FRR CRÉE DE LA VALEUR POUR L'ÉTAT

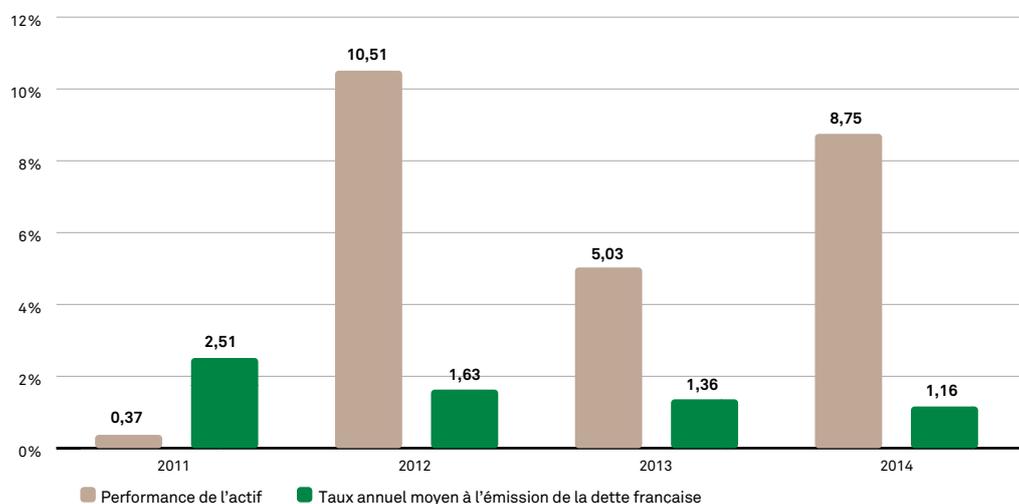
Depuis la mise en place du modèle de gestion basé sur le passif, début 2011, le FRR a créé une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français à hauteur de 6,3 milliards d'euros. Cette somme correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR, ajusté des abondements et décaissements depuis 2011, et ce qu'aurait rapporté un investissement théorique du même montant capitalisé au taux annuel moyen à l'émission de la dette souveraine française à court et moyen-long terme.

Ainsi, au cours des quatre dernières années, la performance annualisée du portefeuille du FRR a été de 6,1% (8,75% en 2014) et le taux annuel moyen à l'émission de la dette souveraine française s'est élevé à 1,7% (1,2% en 2014).

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



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



Source: Agence France Trésor (AFT).

> Volatilité des actifs de performance (en pourcentage)



12

S'agissant de l'évolution de l'allocation d'actifs, les obligations d'entreprises de qualité émises en euros ont été renforcées au sein des actifs de couverture. Les liquidités dont disposait le Fonds en début d'année ont été utilisées, d'une part, pour augmenter légèrement le poids des actifs des pays émergents, actions et dettes et, d'autre part, pour augmenter l'allocation en actions de la zone euro lors du mouvement de baisse d'octobre. En outre, lors du renouvellement des mandats de gestion d'actions de petites capitalisations européennes, le poids de la France dans cette classe d'actifs a été renforcé. Enfin, le programme d'investissement en fonds de prêts à l'économie s'est poursuivi en 2014.

La volatilité des actifs de performance a presque doublé au cours de l'année écoulée (passant de 6,5% à 12%) en raison des turbulences du second semestre (notamment en octobre et décembre). Cette évolution n'est pas surprenante puisque la volatilité des marchés avait atteint au milieu de l'année 2014 un niveau proche des plus bas historiques.

La volatilité du portefeuille du FRR s'établit un peu au-dessus de la volatilité de l'allocation stratégique (environ 1% supérieure) en raison d'une allocation en actions un peu supérieure à la cible de l'allocation stratégique.

En 2014, la mise en œuvre de l'allocation d'actifs enregistre une performance relative nette de frais de -0,18%.

Les mandats de gestion active en obligations d'entreprises de qualité ont dégagé une surperformance moyenne brute des commissions de gestion de 0,55%. Au vu de leurs poids significatifs dans l'allocation, ils constituent des contributeurs importants à la performance nette du FRR en 2014 : +0,09%.

Les fonds de dettes des pays émergents contribuent négativement à la performance relative du FRR, à hauteur de -0,15%. Cependant, cette classe d'actifs contribue globalement à hauteur de 0,55% à la performance du FRR. Les fonds actions des pays émergents affichent une très légère contribution négative (-0,03%).

Les mandats d'actions européennes et internationales, hors ADECE (Actions développées exposées à la croissance émergente) et ISR, ont fini l'année avec une performance relative en ligne avec celle des indices de référence, grâce notamment à la contribution positive des indices dits « optimisés »⁽¹⁾.

(1) Ces indices pondèrent les valeurs sur d'autres bases que la capitalisation, de façon à tirer profit de certains facteurs de risque rémunérés (Valeur, Petites capitalisations, Faible volatilité) ou du rééquilibrage périodique du poids des constituants.

31/12/2013 - 31/12/2014 Contribution nette à la performance de la mise en œuvre de l'allocation

ACTIFS DE PERFORMANCE	-0,34 %
Actions zone euro	0,06 %
Actions Europe + ISR Europe	-0,01 %
ADECE Europe	-0,03 %
ADECE Monde + ISR Monde	-0,14 %
Actions Amérique du Nord	0,01 %
Actions Asie Bassin pacifique	-0,03 %
Actions des pays émergents (via OPC)	-0,03 %
Matières premières	-
Immobilier	-
Obligations d'entreprises à haut rendement (via OPC)	-0,02 %
Obligations des pays émergents (via OPC)	-0,15 %
ACTIFS DE COUVERTURE	0,08 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en euros	0,06 %
Obligations d'entreprises de qualité libellées en dollars	0,03 %
Adossement Passif (OAT)	-
GESTION DES TRANSITIONS ET GESTION DE L'« OVERLAY »	0,07 %
TOTAL	-0,18 %

Contrairement à l'année 2013, les mandats ADECE ont contribué négativement à la performance (-0,11 %) avec des performances relatives de -4,26 % (brut de frais) pour le lot Europe et de -5,35 % (brut de frais) pour le lot Monde. La contribution de -0,05 % des mandats ISR reflète en particulier le désintérêt du marché pour les thématiques de l'environnement dans le contexte d'effondrement des prix du pétrole au second semestre. La performance de la dimension ISR sera naturellement jugée sur plusieurs années.

Depuis 2004, nous estimons que la gestion active (mandats et fonds collectifs) a rapporté 184 millions d'euros nets de frais de gestion.

.....

L'ensemble des classes d'actifs a contribué positivement à la performance du Fonds : 4,52 % pour les actifs de couverture et 4,28 % pour les actifs de performance, hors frais de gestion administrative.

.....



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

Le FRR doit concilier deux objectifs de gestion

L'objectif principal du FRR est d'honorer les engagements du passif, correspondant à des versements annuels de 2,1 milliards d'euros à la CADES jusqu'en 2024 et d'un flux unique en 2020 à la CNAV⁽¹⁾ au titre de la soulte CNIEG⁽²⁾, indexée sur la performance du FRR. Dans une gestion pilotée par un passif relativement court, la capacité à respecter cet objectif peut être évaluée à tout moment grâce au risque sur le surplus. Ce dernier se définit comme la différence entre l'actif net et le passif actualisé du FRR⁽³⁾ et doit être supérieur à 0. Au 25 avril 2024, lorsque le FRR n'aura plus d'engagements au passif, le surplus sera égal à l'actif.

Dans le respect de ce premier objectif, un second objectif est de faire le meilleur usage possible des sommes qui ont été confiées en maximisant la valeur du surplus au cours du temps. En particulier, le FRR doit créer de la valeur pour l'État, c'est-à-dire obtenir une performance supérieure au coût de la dette publique française.

Premier objectif : assurer les paiements inscrits au passif

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

Le risque de taux est lié à la couverture du passif. Les actifs de couverture permettent en effet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. Pour cela, même dans un contexte de taux extrêmement bas, ils doivent représenter une part importante du passif. Le FRR s'est fixé, en 2014, un taux de couverture d'au moins 80%. Les actifs de couverture comprennent des OAT⁽⁴⁾ délivrant des flux (grâce aux émissions arrivant à maturité et aux coupons) proportionnels aux engagements du passif et des obligations d'entreprises de qualité (notées au moins BBB), émises en euros ou en dollars.

(1) Caisse nationale d'assurance vieillesse.

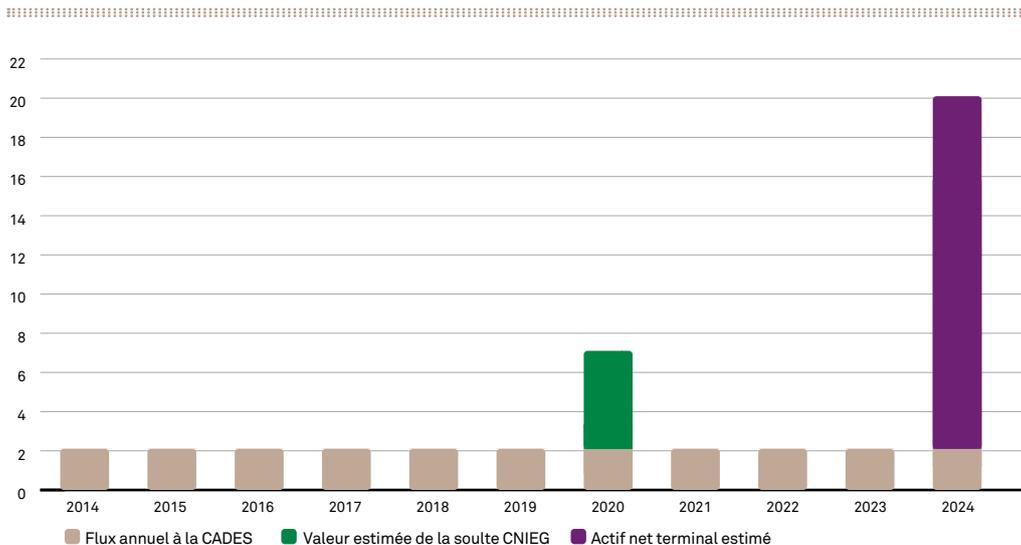
(2) Caisse nationale des industries électriques et gazières.

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

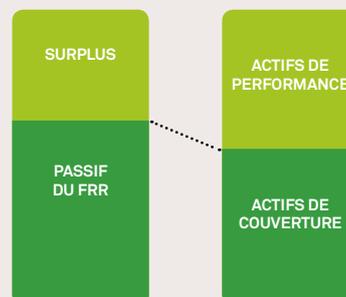
(4) Détenues jusqu'à maturité.

14

> Passif et actif net terminal estimé du FRR (en milliards d'euros)



Le FRR dispose d'un surplus égal à la différence entre son actif net et la valeur actualisée de son passif. Le montant des actifs de couverture peut alors être légèrement inférieur à celui du passif, sans menacer le paiement des engagements. Cela permet d'investir davantage dans des actifs présentant une espérance de performance plus élevée, notamment aux niveaux de taux d'intérêt actuels. La partie du passif non couverte par la poche de couverture reste modeste en 2014 (maximum 20%) et est compensée par les actifs de performance (actions, obligations des pays émergents et à haut rendement). Un ensemble de mesures de risque permet de vérifier que tous les versements à la CADES seront bien effectués, même en cas de scénario très adverse.



Le risque global du portefeuille est estimé à la fois sur le court terme et le long terme. Sur le long terme, nos simulations de rendements futurs permettent d'estimer, à tout moment, la valeur du surplus dans la moyenne des 1 % des pires cas. Celle-ci doit être positive à tout moment, et nous gardons même une marge de sécurité de 4 milliards d'euros, afin de tenir compte du risque de modèle inhérent à ce type d'exercice. Sur le court terme, nous paramétrons un scénario « catastrophe », qui reprend les pires configurations des vingt dernières années sur chaque facteur de risque du FRR. Dans chaque cas, le surplus du FRR reste supérieur à 0.

Pour le FRR, le pire scénario est une hausse importante du passif, car le passif est sous-couvert à 84%. Ainsi, si le passif progresse de 10 %, l'actif ne gagnera, en montant, que 84 % de la progression du passif. Ce scénario « catastrophe » est particulièrement sévère sur les taux, puisque la courbe de taux française deviendrait alors négative sur toutes les maturités.

Source de risque	Pire scénario historique
Actions pays développés	-53 %
Actions pays émergents	-57 %
Obligations d'entreprises à haut rendement	-35 %
Obligations des pays émergents	-30 %
Obligations d'entreprises de qualité en euros (performance relative par rapport à l'adossement)	-17 %
Obligations d'entreprises de qualité en dollars (performance relative par rapport à l'adossement)	-20 %
Passif	10 %

Second objectif : créer de la valeur par une performance supérieure au coût de la dette

Tout en assurant le paiement des versements inscrits au passif, le FRR cherche à maximiser sa performance. Il investit notamment en actions et en obligations à rendement élevé telles que des obligations des pays émergents, des obligations d'entreprises (dont une partie notée BB+ au mieux) ou des fonds de prêts à l'économie. Le montant investi en actifs de couverture n'étant que de 84 % du passif, le FRR peut investir davantage en actifs de performance.

La performance espérée du FRR est donc sensiblement supérieure au coût de la dette française, ce qui permet une création de valeur substantielle. Ainsi, depuis la réforme des retraites de 2010, le FRR a créé 6,3 milliards d'euros de valeur (cf. encadré sur la création de valeur). Nous estimions que, fin 2013, 1 euro placé dans le FRR créait 13 centimes de valeur pour l'État, à allocation constante⁽⁵⁾. Or, les taux français ont considérablement chuté en 2014 (le taux 10 ans est tombé de 2,56 % fin 2013 à 0,83 % fin 2014). L'espérance de création de valeur a donc sensiblement augmenté : fin 2014, le FRR crée 25 centimes de valeur par euro confié.

De plus, chaque apport additionnel peut créer jusqu'à 50 centimes de valeur par euro si le FRR utilise la marge de manœuvre supplémentaire⁽⁶⁾ offerte pour investir davantage en actifs de performance, à risque égal. A contrario, tout versement additionnel détruit 50 centimes de valeur par euro, dès lors que le FRR doit sécuriser l'allocation.

(5) Calculé comme le montant supplémentaire espéré en 2024 grâce à l'apport de cet euro, actualisé au taux des OAT en 2014.

(6) L'apport fait progresser l'actif, à passif inchangé.

Il est donc plus aisé de payer le passif.



LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DU FRR

Répartition de la poche de couverture et de la poche de performance

Au 31 décembre 2014, le portefeuille du FRR se répartissait de la façon suivante :

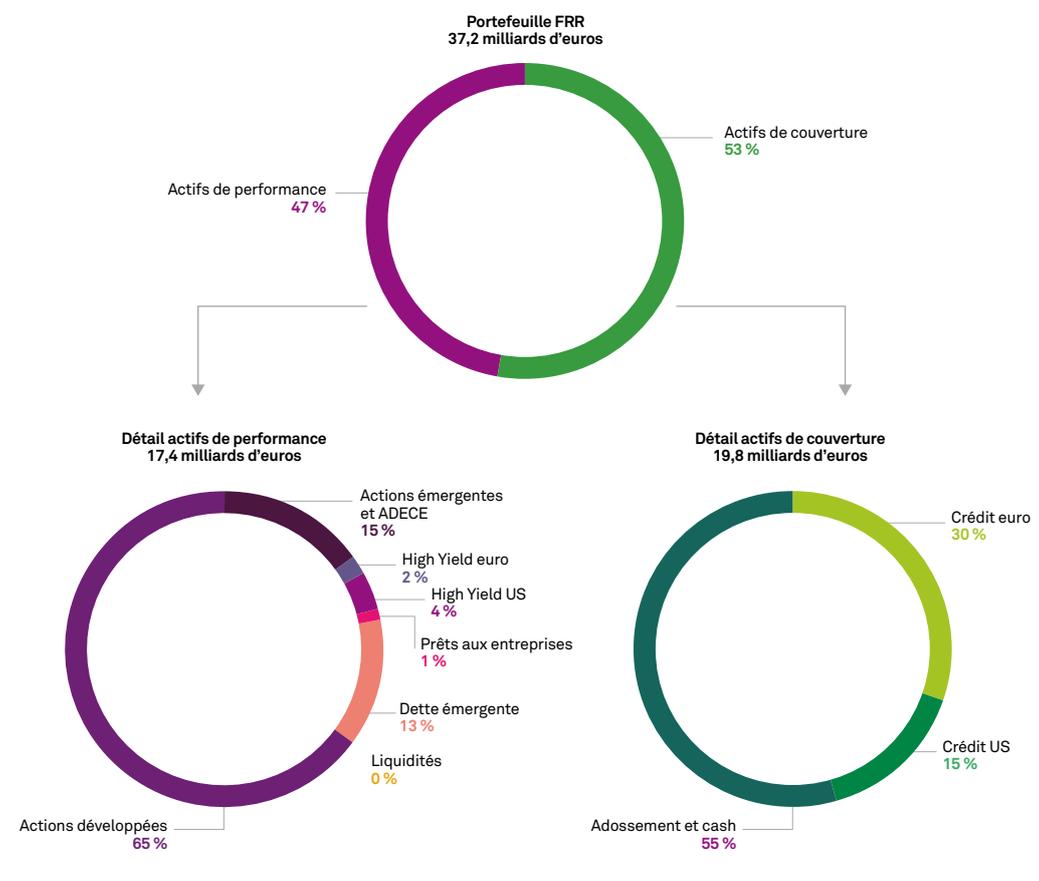
- la poche de performance représentait 17,4 milliards d'euros, soit 46,9% de l'actif net contre 43,8% fin 2013. L'évolution de ce poids est liée à l'augmentation du poids des actifs de performance dans l'allocation stratégique 2014 (à 46%) et au

différentiel de performance entre les actifs de la poche de performance et ceux de la poche de couverture ;

- la poche de couverture représentait 19,8 milliards d'euros, soit 53,1% de l'actif net du FRR contre 56,2% fin 2013.

Au sein des actifs de couverture, les actifs d'adossement représentent 54,8% et sont détenus en mode « buy and hold », c'est-à-dire qu'ils sont conservés jusqu'à l'échéance.

> Portefeuille FRR au 31/12/2014



APPELS D'OFFRES : L'ACTIVITÉ EN 2014 EST RESTÉE SOUTENUE

L'article L. 135-10 du code de la Sécurité sociale prévoit que la gestion financière du fonds est confiée, par voie de mandats périodiquement renouvelés et dans le cadre des procédures prévues par le code des marchés publics, à des prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion de trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont donc constitués de mandats de gestion ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. L'activité « appels d'offres » est étroitement liée à l'évolution de la structure de l'allocation d'actifs et au calendrier d'arrivée à échéance des mandats dont la durée ne peut excéder quatre ans, sauf dérogations.

Trois appels d'offres de gestion active en actions lancés en 2013 ont été finalisés en 2014 :

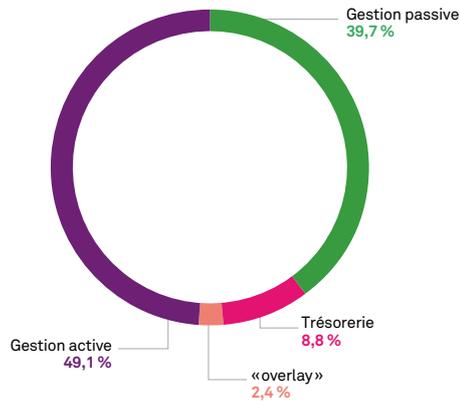
- « Mandats de gestion active – Actions de petites capitalisations européennes et françaises » avec la sélection de quatre candidats sur le lot 1 « Europe » : Fil Gestion, Montanaro Asset Management, Standard Life Investments et Threadneedle Asset Management ; et de cinq candidats pour le lot 2 « France » : CM-CIC Asset Management, CPR Asset Management, Generali Investments Europe, Oddo Asset Management et Sycomore Asset Management.
- « Mandats de gestion active – Actions de grandes et moyennes capitalisations des États-Unis » avec la sélection de trois candidats sur le lot 1 « style Value » : Old Mutual Asset Management, Robeco Institutional AM et Wells Fargo Securities ; et de trois candidats sur le lot 2 « style Growth » : JP Morgan Asset Management, T.Rowe Price International et Wells Fargo Securities.
- « Mandats de gestion active – Actions japonaises » avec la sélection de trois candidats : Capital International Limited, JP Morgan Asset Management et Schroder Investment Management Limited.

En outre, le FRR a lancé au cours de l'année un appel d'offres pour la gestion d'un mandat de réplique indicelle dont l'objet est de permettre une exposition rapide à un ensemble de classes d'actifs définies par des indices de référence sélectionnés par le FRR et la gestion passive du risque de change en couverture d'une partie des actifs du FRR en devises étrangères.

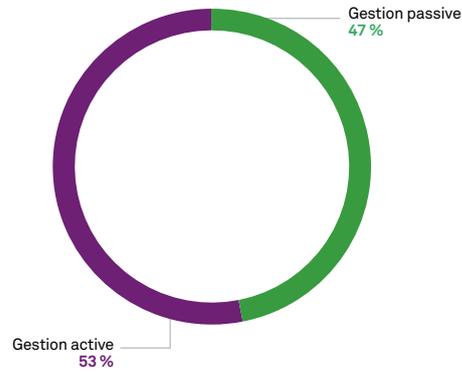
Enfin, le FRR a également lancé un appel d'offres pour le renouvellement du gestionnaire « Overlay » du FRR dont le mandat arrive à échéance en 2015 et qui aura pour mission d'assurer la gestion passive de l'exposition au risque de change et la mise en œuvre des expositions aux classes d'actifs décidées par le Directoire qu'il assistera le cas échéant sur ces missions.

La finalisation de cet appel d'offres interviendra dans le courant du premier semestre 2015.

> Répartition des types de gestion ⁽¹⁾



> Répartition des types de gestion sur l'assiette des actifs investis en actions (hors « overlay ») ⁽²⁾



INDICES OPTIMISÉS : DES INVESTISSEMENTS ACTIONS EN INDICES « INTELLIGENTS »

La majorité des investissements en actions du FRR est référencée sur des indices composés de valeurs pondérées par leur capitalisation. Cette méthode est de loin la plus connue et la plus représentée parmi les gestions en actions. Néanmoins, elle présente des faiblesses, notamment une diversification limitée ⁽³⁾ et un effet « suivi de tendance », qui fait investir davantage dans les valeurs s'étant appréciées (et inversement).

Certains indices, surnommés « Smart Beta », visent à pallier ces faiblesses en appliquant des méthodes alternatives de pondération. Certains indices pondèrent les valeurs à partir de critères de risque (volatilité, diversification...), d'autres à partir de critères fondamentaux (valeur comptable, flux de trésorerie, chiffre d'affaires...).

Au cours de l'année 2014, le FRR a développé ses investissements, via ses mandats de gestion passive, sur ces indices optimisés, en zone euro et en Amérique du Nord. Une répartition équilibrée de quatre indices a été choisie : Minimum Variance, Equal Risk Contribution, Edhec-Risk Efficient et RAFI. Cette combinaison a été définie dans le but de s'exposer aux différents facteurs de risque rémunérés (valeur, taille, faible volatilité) et d'espérer un gain substantiel par rapport aux indices pondérés par la capitalisation, tout en gardant un risque de perte limité par rapport à ceux-ci.

Les encours sur cette combinaison s'élèvent à environ 2 milliards d'euros au 31 décembre 2014. Sur l'année 2014, elle a surperformé l'indice pondéré par les capitalisations de 2,38 % en zone euro et de 3,23 % en Amérique du Nord.

(1) Correspondant au 31/12/2014 à 0,9 milliard d'euros pour la gestion « overlay », 3,2 milliards d'euros pour la trésorerie, 14,8 milliards d'euros pour la gestion passive et 18,3 milliards pour la gestion active.

(2) Correspondant au 31/12/2014 à 5,5 milliards d'euros pour la gestion passive et 6,2 milliards pour la gestion active.

(3) Les 10 % des plus grosses valeurs représentent une pondération cumulée d'environ 50 % sur les indices américains et européens.

La répartition des poches et des grandes classes d'actifs

Les investissements du FRR sont réalisés par l'intermédiaire de gestionnaires externes. La sélection des prestataires fait dans tous les cas l'objet d'une analyse et d'un avis du Comité de sélection des gérants. Un mandat spécifique dit « transversal » (ou « overlay ») permet, via des investissements en majorité en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres.

Le portefeuille du FRR est composé à la fois de mandats de gestion passive pour des montants unitaires importants et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative dans la durée.

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

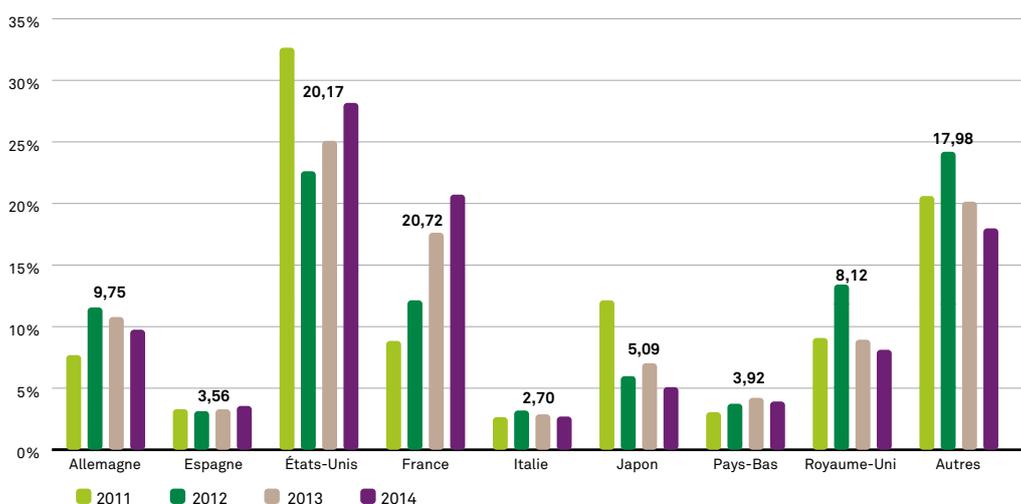
Cette approche « cœur-satellite » mise en place sur les mandats de gestion vise à garantir, au plus faible coût possible, une exposition aux principaux marchés, le risque de sélection étant en priorité concentré sur les stratégies actives jugées les mieux à même de le rémunérer. Au 31 décembre 2014, les gestions actives représentent environ 49 % de l'actif net total du FRR et 53 % des investissements en actions.

Fin 2014, la poche de performance représentait 46,9 % de l'actif net du FRR, contre 43,8 % un an avant.

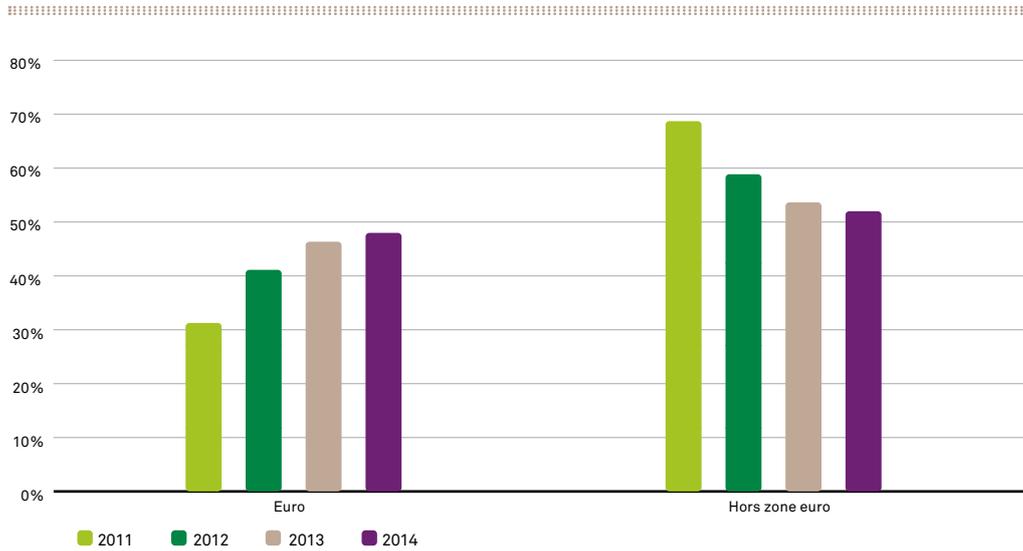
Les actifs de performance

Au 31 décembre 2014, la valeur boursière du portefeuille d'actions physiques s'élevait à 11,7 milliards d'euros mandats et OPC confondus (hors « overlay »). En termes géographiques, la répartition du portefeuille et son évolution au cours des quatre dernières années illustrent l'augmentation de la part des investissements en zone euro de 32 % en 2011 à 48 % en 2014. Ont contribué à cette augmentation l'activation, en 2012, des mandats ADECE (Actions développées exposées à la croissance émergente) et, en 2013, l'activation des mandats ISR et du mandat actions de grandes capitalisations françaises. De plus, en 2014, la part des investissements en indices

> Évolution de la répartition géographique des mandats actions (en pourcentage)



> Évolution de la répartition par zone géographique des mandats actions (en pourcentage)



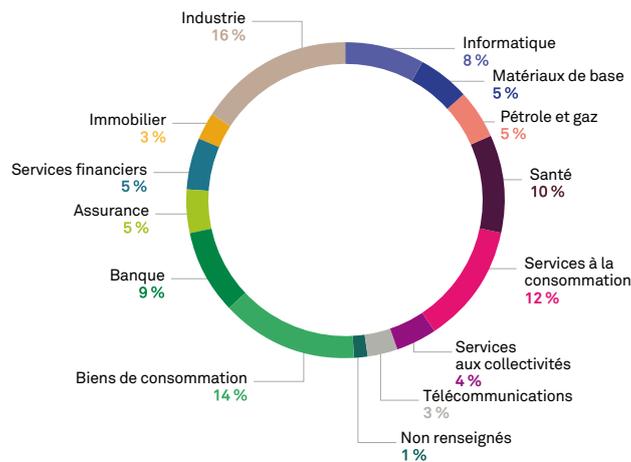
20

optimisés de la zone Europe a été convertie en investissements du même type de la zone euro pour pouvoir ainsi mieux maîtriser le risque de change et affirmer notre conviction sur la zone euro.

Cette répartition sectorielle est proche de celle des indices de référence qui servent à mesurer la performance des gestionnaires de chaque mandat, la diffé-

rence résidant d'une part dans les paris tactiques mis en œuvre par les gestionnaires et d'autre part dans les investissements certes passifs mais répliquant des indices dits optimisés qui peuvent diverger considérablement des indices pondérés par les capitalisations. La part « Non renseignés » concerne essentiellement les mandats ISR investis en fonds collectifs et les liquidités présentes dans les mandats actions.

> Répartition sectorielle des mandats actions au 31/12/2014



RENFORCEMENT DES INVESTISSEMENTS DANS L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Le FRR a décidé en 2014 de poursuivre son accompagnement du financement de l'économie française au travers de deux actions ciblées :

- L'activation de cinq nouveaux mandats d'actions de sociétés françaises de petites et moyennes capitalisations dès le mois de mai, pour un montant de 300 millions d'euros.

Ces mandats ont été confiés à l'issue de la procédure d'appel d'offres à CM-CIC Asset Management, CPR Asset Management, Generali Investments Europe, Oddo Asset Management et Sycomore Asset Management.

Globalement, les gestionnaires sélectionnés sur ce marché ont en commun un processus de gestion avant tout orienté sur la croissance potentielle des sociétés investies, un engagement réel auprès de celles-ci et une participation active en termes de gouvernance.

Ces placements très spécifiques se cumulent avec les investissements déjà présents dans le portefeuille du FRR sur les entreprises du CAC 40.

Au total, les actions françaises cotées et non cotées détenues par le FRR représentent près de 2 milliards d'euros, soit une progression de + 22 % des encours sur un an, ce qui

porte à 20 % la part investie sur la France au sein du portefeuille d'actions des pays développés.

Le FRR a par ailleurs déjà programmé d'autres investissements sur les petites et moyennes entreprises françaises en 2015.

- L'investissement dans deux nouveaux fonds de prêts à l'économie gérés par Idinvest Partners et Tikehau IM pour un engagement total de 120 millions d'euros qui vient compléter les premiers investissements réalisés en 2013 sur cette classe d'actifs pour 180 millions d'euros.

Au 31 décembre, le FRR s'est donc déjà engagé sur le long terme pour 300 millions d'euros, dont 120 millions d'euros dans les fonds NOVO, à accompagner dans leur financement des entreprises majoritairement françaises de taille moyenne et intermédiaire par le biais d'obligations privées ou de prêts.

Le FRR sélectionnera d'autres fonds de prêts à l'économie pour étendre son soutien à l'économie française et accompagnera le nouveau projet NOVI de la Caisse des Dépôts et Consignations dans le financement à la fois en dettes et en fonds propres des entreprises françaises.

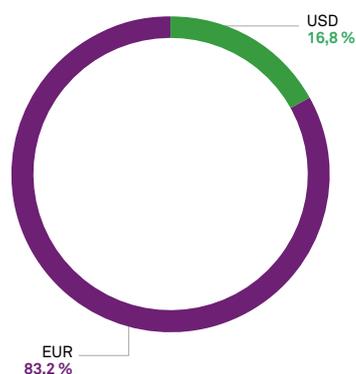
Les actifs de couverture

Cette poche représente au 31 décembre 2014 environ 53 % de l'actif net du FRR. Elle est composée majoritairement de mandats de gestion mettant en œuvre une gestion adossée de type « buy and hold »⁽⁴⁾ afin d'honorer une part substantielle des flux de paiement à la CADES d'ici à 2024.

Pour être en ligne avec l'allocation stratégique, le FRR a renforcé sa position sur les obligations d'entreprises de bonne qualité (« Investment Grade ») émises en euros de 8,50 % fin 2012 à 15,89 % fin 2014 en vendant ses positions sur les obligations souveraines hors OAT et en réduisant sa poche monétaire. Les obligations d'entreprises émises en euros et en dollars représentent plus de 45,2 % de la poche de couverture, passant ainsi de 16,4 % des actifs du FRR fin 2012 à 24,02 % fin 2014.

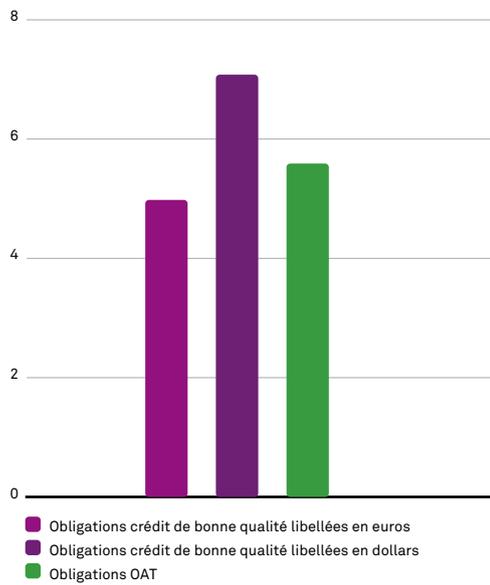
Le portefeuille de couverture est composé très majoritairement d'obligations émises en euros, traduisant un faible risque de courbe vis-à-vis du passif, à la suite notamment de la réduction des investissements en obligations souveraines hors OAT.

› Répartition des mandats obligataires par devise au 31/12/2014

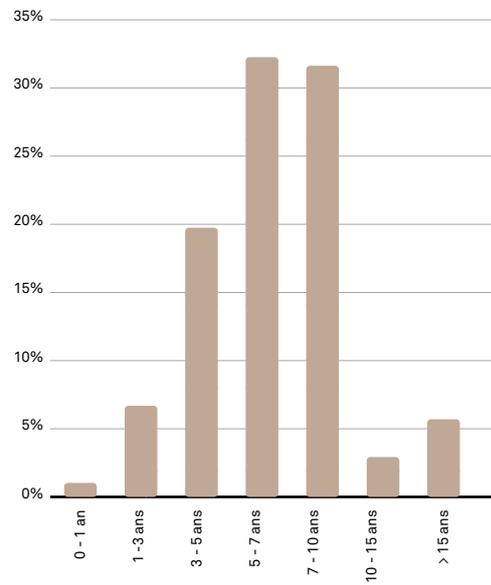


(4) Gestion obligataire dans laquelle les titres en portefeuille sont conservés en principe jusqu'à l'échéance.

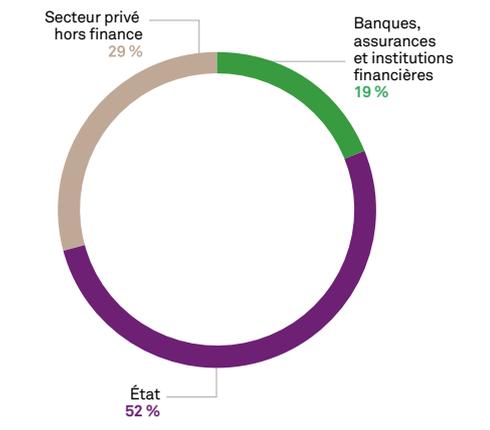
> Sensibilité des mandats obligataires au 31/12/2014



> Structure des mandats obligataires par tranche de maturité au 31/12/2014



> Répartition des obligations des mandats par catégorie d'émetteurs au 31/12/2014

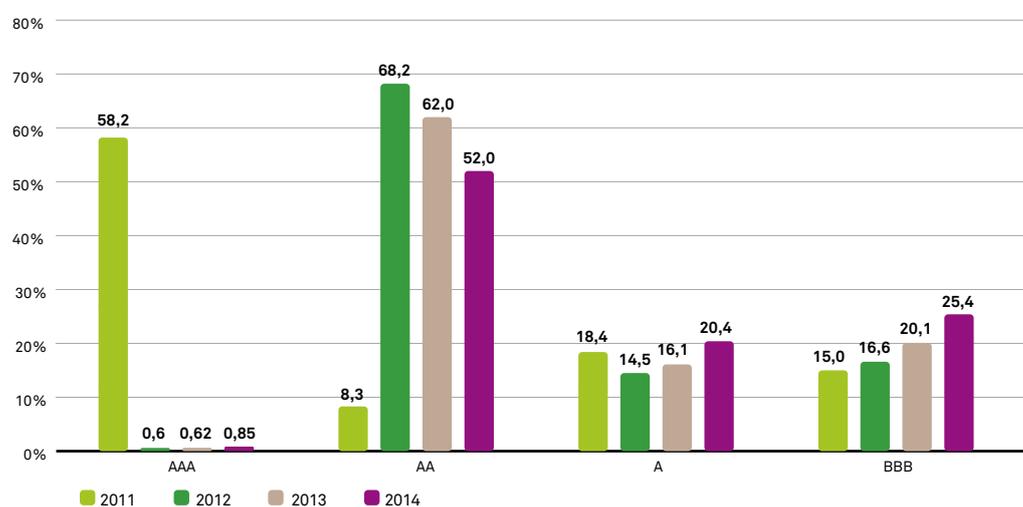


Le portefeuille de couverture bénéficie d'une très bonne qualité de crédit : les émetteurs les moins bien notés (à partir de BBB+) de la poche sont limités à 25,5 % et sont malgré tout notés au moins BBB-. Ces émissions sont concentrées dans les mandats de gestion active sur les obligations d'entreprises émises en euros et en US dollars et bénéficient d'une bonne qualité de suivi. L'augmentation de leur part sur les quatre dernières années témoigne à la fois des opportunités que les gestionnaires du FRR identifient sur ce segment et également des réallocations d'actifs sur cette poche.

En ce qui concerne les émetteurs, plus de 57 % des actifs obligataires sont des emprunts d'État, 17 % sont émis par des banques et 26 % par des entreprises. Si l'on devait également prendre en compte les actifs obligataires détenus dans la poche de performance qui représentent 16 % du total des actifs obligataires du FRR toutes poches confondues, ces proportions tomberaient à 44 % pour les emprunts d'État, 11 % pour les banques et 29 % pour les entreprises de bonne qualité de crédit.

Les obligations d'entreprises émises en euros et en dollars représentent plus de 45,2 % de la poche de couverture, passant ainsi de 16,4 % des actifs du FRR fin 2012 à 24,02 % fin 2014.

> Évolution des obligations des mandats par notation de l'émission (en pourcentage)





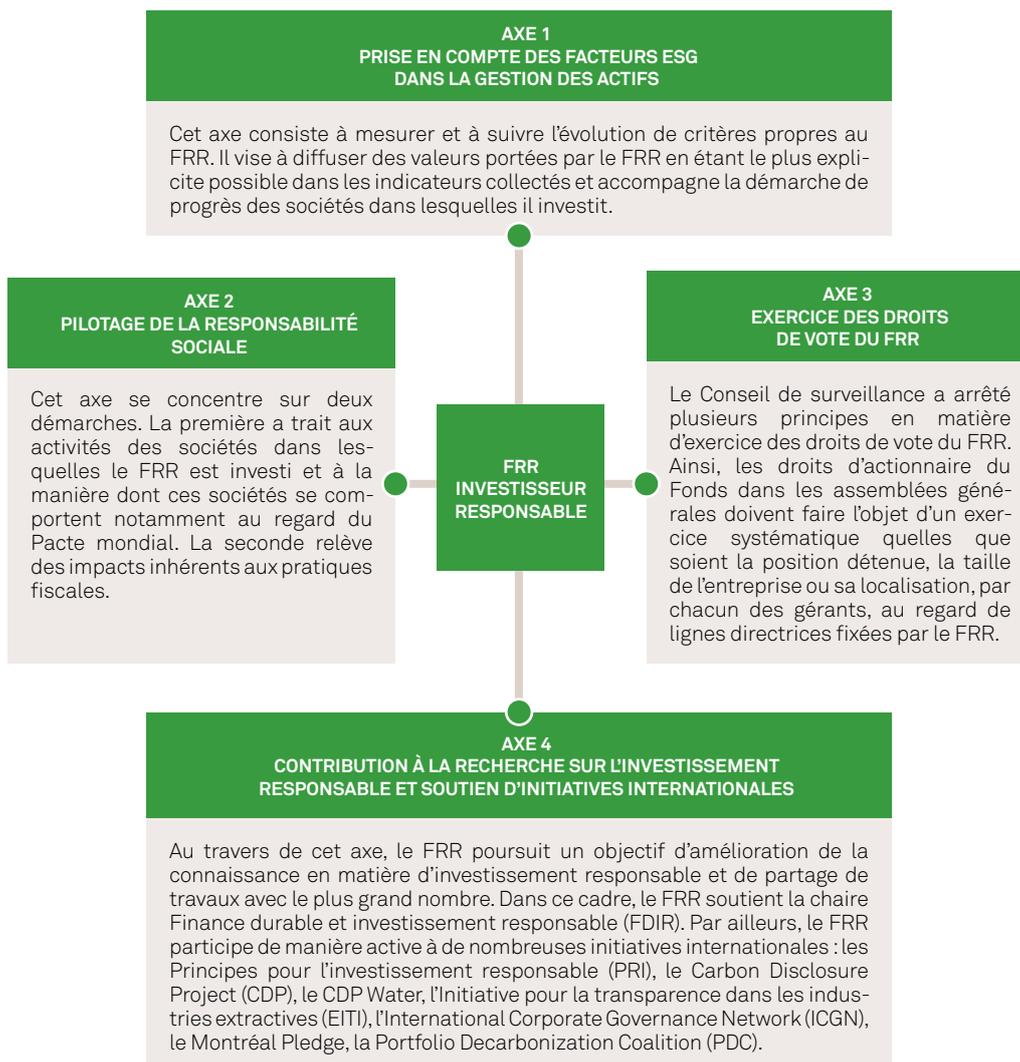
L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR

Le FRR a renouvelé sa stratégie d'investissement responsable pour la période 2013-2018

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

FRR INVESTISSEUR RESPONSABLE : RAPPEL DES PRINCIPES

24



Le suivi des risques extra-financiers

Chaque année, Eiris, prestataire du FRR pour le suivi des risques extra-financiers, analyse le portefeuille du FRR au regard des principes du Pacte mondial et des conventions sur les armes prohibées.

En 2014, le FRR était investi dans 71 entreprises faisant l'objet d'allégations dont le risque est évalué par Eiris comme élevé, et dont les réponses aux allégations de la part de l'entreprise n'ont pas été considérées comme suffisantes. Ces entreprises représentent, en nombre, 1,21% des sociétés du portefeuille (2,09% en capitalisation).

Une analyse par zone géographique

La volumétrie des allégations constatées sur les marchés développés est en baisse

Parmi les entreprises des pays développés, 39 font l'objet d'allégations relatives au Pacte mondial représentant un risque élevé avec une réponse insuffisante ou nulle de la part de l'entreprise (41 en 2013). Aucune entité n'a été identifiée comme étant liée à la fabrication d'armes chimiques, bactériologiques, de mines antipersonnel (MAP) et de bombes à sous-munitions (BASM).

Le nombre d'allégations graves observées sur les marchés émergents est stable

Il reste toutefois en ligne avec ce que le FRR observe sur les pays développés.

Parmi les entreprises des pays émergents, 32 font l'objet d'allégations relatives au Pacte mondial représentant un risque élevé avec une réponse insuffisante ou nulle de la part de l'entreprise. Par rapport au portefeuille de 2013, le nombre d'entreprises des pays émergents faisant l'objet d'allégations à risque élevé et ayant une réponse insuffisante a augmenté d'une entreprise.

Il est intéressant de noter que le nombre de controverses graves rapporté au nombre de valeurs du portefeuille du FRR est légèrement supérieur pour les pays développés (1,75% contre 1,24% pour les pays émergents).

LA CHAIRE FINANCE DURABLE ET INVESTISSEMENT RESPONSABLE

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

Le principal objectif de la chaire FDIR est de constituer une équipe de recherche académique sur l'ISR de niveau mondial.

Les membres de la chaire ont défini quatre projets de recherche prioritaires pour la période 2013-2015 axés sur la motivation des investisseurs pour l'ISR, le lien entre la performance extra-financière et les marchés obligataires, la gouvernance des entreprises et l'engagement actionnarial.

Le 13 février 2014, les membres de la chaire ont décidé de travailler sur deux projets additionnels. Le premier, initié par le FRR, tentera d'établir un lien entre la performance ESG des petites et moyennes entreprises, la stabilité de leurs actionnariats et leurs performances financières. Ce projet, mené en parallèle sur la France et les États-Unis, sera particulièrement suivi dans le cadre des mandats de petites capitalisations françaises lancés par le FRR en 2014. Le second projet traite de l'engagement lors des assemblées générales.

Le 15 décembre 2014, une réunion de présentation des résultats préliminaires concernant l'étude de la performance ESG des petites et moyennes entreprises françaises s'est tenue. Les résultats semblent mettre en évidence des performances ESG différentes selon la structure de l'actionariat (entreprises familiales, LBO...) mais aussi selon le coût d'accès au capital. Ils seront étoffés en 2015. Le FRR, attaché aux progrès qui pourront être réalisés, continuera à s'investir sur ces projets de recherche en 2015.

Une analyse des principales caractéristiques concernant les allégations de 2014

227 entreprises, soit 3,85 % des émetteurs du portefeuille analysé, font l'objet de 323 allégations. Parmi les entreprises identifiées, 71 le sont pour 92 allégations graves et non résolues. Ces émetteurs font tous l'objet d'une surveillance particulière de la part du FRR et de son prestataire Eiris.

Répartition par zone géographique

En termes de répartition géographique des allégations, 146 entreprises se trouvent dans des pays développés (152 l'année dernière) et 81 entreprises dans les pays émergents (76 en 2013). La stabilité apparente du nombre d'allégations au niveau du portefeuille (227 en 2014 contre 228 en 2013) résulte d'une diminution de ces dernières dans les pays développés et de leur augmentation dans les pays émergents.

La majorité des allégations de violation de normes internationales concerne des entreprises dont le siège social est aux États-Unis, avec un total de 67 entreprises touchées. 8,5 % des entreprises américaines analysées par Eiris sont sujettes à des allégations. Ce pourcentage est similaire en Europe (7,6 %) et légèrement supérieur en France (11 %). Ce chiffre est stable en France mais a diminué légèrement aux États-Unis et au Royaume-Uni par rapport à l'année dernière.

Répartition par domaine

Comme par le passé, la majorité des allégations relevées au niveau du portefeuille global concerne le travail (47 % du portefeuille FRR). 40 % de ces allégations sont catégorisées avec un risque élevé. On observe des proportions inverses dans les autres domaines (« Environnement », « Droits de l'homme » et « Corruption »). Les allégations concernant l'environnement sont certes moins nombreuses mais plus sévères que celles relatives aux autres thématiques. Par ailleurs, Eiris a ajouté dans son analyse en 2014 des indicateurs concernant le blanchiment d'argent. Trois cas seulement ont été identifiés dans le portefeuille du FRR : deux avec un risque élevé et un niveau de réponse suffisant et un avec un risque moyen et un niveau de réponse suffisant. Ce risque semble donc limité compte tenu du niveau de réponse satisfaisant apporté.

En cas de controverses identifiées, les entreprises des pays émergents sont plus risquées que celles issues des pays développés. En effet, ces dernières répondent moins bien aux allégations dont elles font l'objet, le pourcentage de réponses jugées insuffisantes par Eiris est de 40 % pour les pays émergents contre 26 % pour les pays développés.

Quelle que soit la zone géographique, les allégations relatives au travail concernent essentiellement la « Santé et sécurité ». Pour les pays émergents, il

s'agissait presque de la seule thématique identifiée avec celle du « Travail forcé », dans les analyses précédentes. Le nombre d'allégations concernant le « Droit syndical » et le « Travail des enfants » augmente. Ces trois thématiques cumulaient une seule allégation grave en 2013, contre trois en 2014.

Répartition par secteur

Le secteur d'activité le plus touché est celui de l'industrie avec 41 entreprises faisant l'objet d'allégations dont 10 ayant un risque élevé et une réponse insuffisante. Le secteur des matériaux de base comporte également 41 entreprises ; puis celui du pétrole et gaz, 32 entreprises ; et les services à la consommation, 27 entreprises. C'est dans le secteur pétrole et gaz que l'on trouve la plus haute proportion de cas représentant un risque élevé et une réponse insuffisante (13 sur 32, soit plus de 40 %).

Les secteurs de la santé et des télécommunications sont les moins touchés, avec respectivement neuf et cinq allégations.

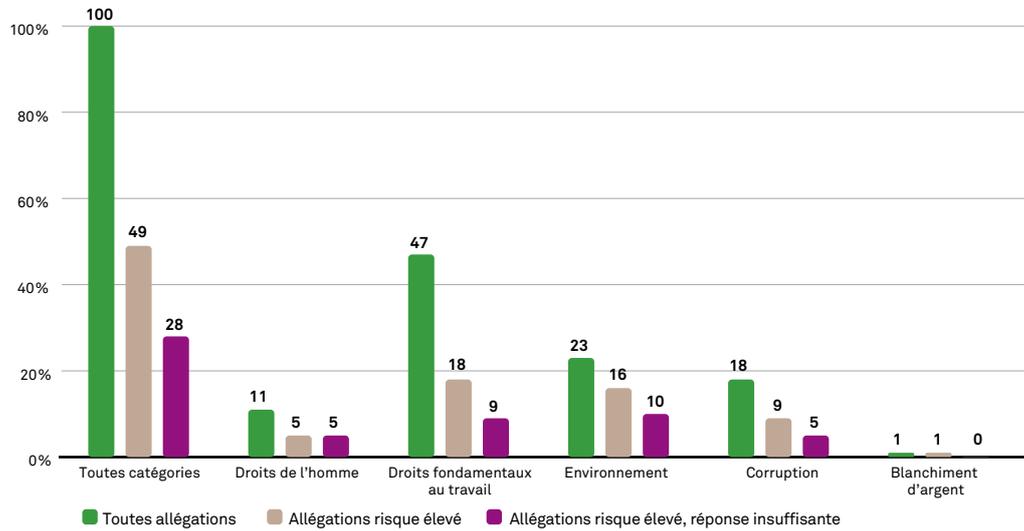
Exclusions liées aux armes prohibées

En ce qui concerne les armes prohibées, le FRR a inscrit huit nouvelles entreprises dans sa liste d'exclusions en 2014. En effet, le 7 février 2014, le Comité de l'investissement responsable a décidé d'intégrer à la liste d'exclusion du FRR les sociétés Aeroteh, Aryt Industries, Hellenic Defense Systems, Israel Military Industries, Larsen & Toubro, Roketsan, Tata Power et Temasek Holdings pour leur implication dans la fabrication de mines antipersonnel et de bombes à sous-munitions.

La liste d'exclusion du FRR au 7 février 2014 porte donc sur 17 entreprises :

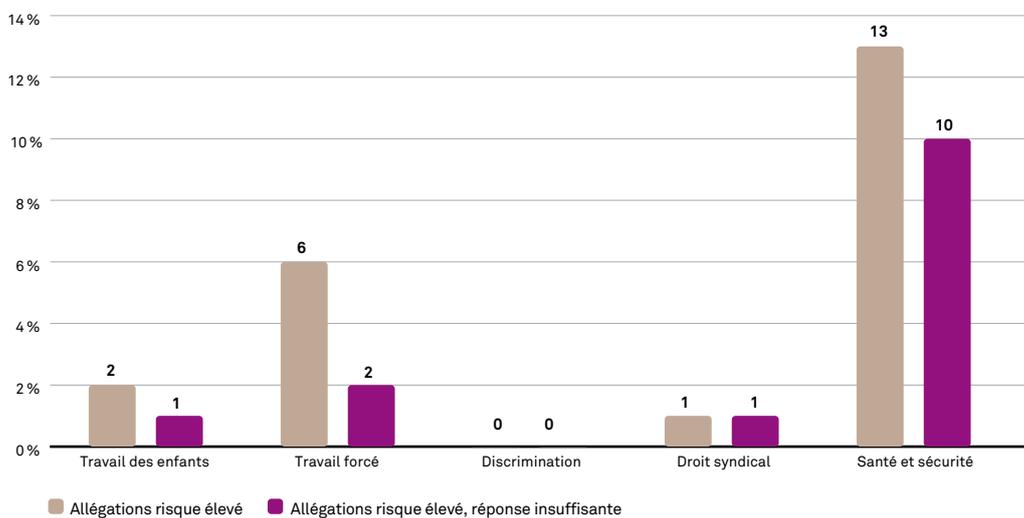
Société	Pays
Aeroteh	USA
Alliant Techsystems	USA
Aryt Industries	Israël
General Dynamics	USA
Hanwha Corporation	Corée du Sud
Hellenic Defense Systems	Grèce
Israel Military Industries	Israël
L-3 Communications Holdings	USA
Larsen & Toubro	Inde
Lockheed Martin	USA
Poongsan Holdings	Corée du Sud
Raytheon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

> Répartition des allégations par catégorie et niveau de risque, en pourcentage du nombre total d'allégations (détentions directes + indirectes)



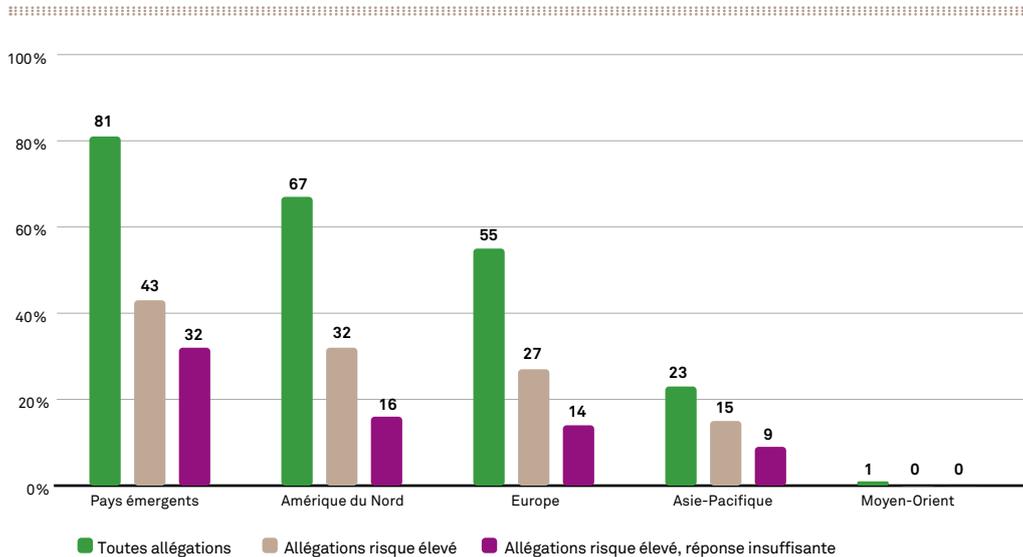
Source : Eiris Ltd.

> Répartition du nombre d'allégations concernant les droits fondamentaux au travail par domaine (pays émergents), en pourcentage



Source : Eiris Ltd.

> Répartition des régions par allégations, en nombre d'entreprises (détentions directes + indirectes), en pourcentage



Source : Eiris Ltd.

28

Résultats de l'engagement collaboratif dans le secteur du textile et de l'habillement⁽¹⁾

L'effondrement, le 24 avril 2013, de l'immeuble du Rana Plaza abritant plusieurs ateliers de confection du faubourg ouest de Dacca, la capitale du Bangladesh, a provoqué au moins 1 127 morts. Cette catastrophe a mis en lumière l'importance des risques associés à la chaîne d'approvisionnement. Malgré les efforts d'amélioration mis en œuvre par les acteurs du secteur, les mauvaises conditions de travail et les violations des droits de l'homme demeurent des problématiques récurrentes dans la chaîne d'approvisionnement.

Cet événement souligne l'urgence d'une action globale afin de faire progresser les normes au niveau de l'ensemble de l'industrie et ainsi favoriser l'émergence d'une gestion plus responsable de la chaîne d'approvisionnement.

Fort de ce constat, un groupe d'investisseurs, dont le FRR, a décidé de lancer en 2014 une initiative d'engagement collaborative, coordonnée par Mirova, sur la gestion des risques extra-financiers liés à la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du textile.

Les principaux objectifs de l'initiative sont de demander aux entreprises concernées d'améliorer la transparence, de cartographier les risques sociaux, de renforcer les relations de long terme avec les fournisseurs dans le but d'améliorer la gestion de la chaîne d'approvisionnement et de participer à des initiatives sectorielles pour accroître les chances de succès de l'ensemble du secteur.

Dans le cadre de ce processus d'engagement, le FRR a participé au dialogue avec quatre entreprises⁽²⁾ (Adidas AG, Carrefour SA, Groupe Auchan SA et Wal-Mart). Les investisseurs ont adressé des lettres formalisées aux présidents des conseils d'administration de ces sociétés.

Au 31 décembre 2014, trois sociétés sur quatre ont répondu aux lettres et accepté de rencontrer les participants à l'initiative pour discuter des problématiques soulevées.

Cependant, le FRR n'a pas relevé de changements majeurs dans les pratiques des entreprises depuis le Rana Plaza. La plupart des sociétés disposaient déjà de dispositifs pour gérer les risques liés à la chaîne d'approvisionnement. La question de la sécurité des bâtiments n'était néanmoins pas identifiée comme source de risques jusqu'à l'événement du Rana Plaza, principalement en raison de l'absence de levier d'influence sur les fournisseurs sur ces questions. À ce titre, le rôle des gouvernements a souvent été identifié comme crucial pour l'amélioration des normes et des pratiques dans les pays à risques.

(1) http://intranet.unpri.org/index.php?fuseaction=posts.post&post_id=8280&category_id=1

(2) Le programme d'engagement du groupe d'investisseurs concerne au total six sociétés dont quatre détenues par le FRR sur lesquelles il a concentré son action.

Plus particulièrement, sur les quatre axes d'engagement définis, il a été distingué deux groupes de sociétés, les acteurs majeurs de l'industrie du textile et les acteurs diversifiés dont l'activité textile ne représente pas une part significative de leurs revenus. On retrouve dans ce dernier groupe les chaînes de grande distribution.

Les acteurs majeurs sont naturellement plus avancés sur les questions liées à la chaîne d'approvisionnement en raison de leur forte exposition aux risques de réputation. Ils font preuve d'une meilleure transparence sur les procédures mises en place pour gérer leurs risques et améliorer les relations avec leurs fournisseurs.

Les acteurs diversifiés, étant moins exposés, disposent de leur côté de procédures moins transparentes pour identifier et gérer leurs risques concernant leurs sources d'approvisionnement ou leurs performances en matière de prévention des risques. Le caractère sensible de certaines informations dont la publication pourrait peser sur leurs avantages concurrentiels est l'argument opposé.

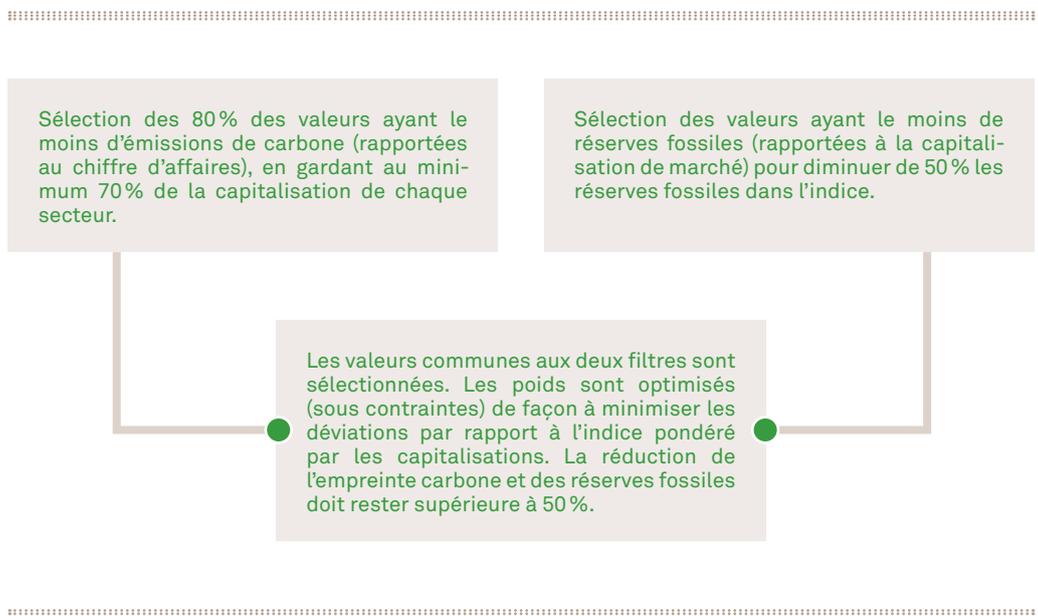
Les entretiens menés ont conforté le FRR sur l'importance d'une gestion responsable de la chaîne d'approvisionnement. Les mesures mises en place par certains grands acteurs posent les jalons d'une meilleure gestion de cette problématique; toutefois, l'évaluation de l'efficacité de ces mesures demeure difficile en l'absence d'une meilleure transparence

sur les résultats des actions mises en œuvre. L'amélioration de la transparence demeure donc un axe d'engagement prioritaire. Les participants à l'initiative ont décidé de concentrer leurs efforts dans le cadre de la prochaine phase du programme d'engagement sur les trois leviers d'actions suivants, la gestion des risques liés au recours à des fournisseurs dans les zones géographiques à fort risque, le renforcement des liens durables avec les fournisseurs et l'amélioration des normes de l'industrie via des initiatives sectorielles ciblées.

Un engagement fort pour réduire l'empreinte carbone des investissements en actions

Le FRR intègre des indices «Low Carbon Leaders» dans la gestion actions

En 2014, le FRR a décidé de réduire davantage l'empreinte carbone et les réserves fossiles de ses investissements en actions. Le but principal est d'agir en tant qu'investisseur responsable, tout en cherchant à optimiser le rendement et le risque sur le long terme. Afin de satisfaire à ces deux objectifs, le FRR a participé à la création des indices «MSCI Low Carbon Leaders» avec le fonds de réserve suédois AP4, le fournisseur d'indices MSCI et le gestionnaire d'actifs Amundi. Au sein d'un univers d'investissement, le processus de construction de l'indice est le suivant :



Grâce à ce processus, le FRR réduit efficacement l'empreinte carbone et les réserves fossiles sur ces investissements : d'environ 60 % et 80 % respectivement en Europe, 50 % et 60 % en Amérique du Nord. De plus, la présence d'au moins 70 % de la capitalisation boursière de chaque secteur devrait encourager les entreprises à agir pour intégrer l'indice, même au sein des secteurs les plus polluants. De ce point de vue, collaborer avec un fonds de réserve précurseur dans ce domaine comme AP4, un fournisseur d'indices comme MSCI et un gestionnaire d'actifs comme Amundi était essentiel. Leurs actions et leur communication à ce sujet pourraient inciter d'autres investisseurs à adopter une démarche similaire. Cela devrait accroître la pression des actionnaires et convaincre les entreprises d'adopter les mesures nécessaires à la réduction de leur empreinte carbone. De son côté, le FRR est exposé en actions « Low Carbon » à hauteur de 600 millions d'euros en Europe et 500 millions d'euros en Amérique du Nord, fin 2014.

D'un point de vue financier, la minimisation des déviations par rapport aux indices pondérés par les capitalisations limite le risque de cette approche. En revanche, si des changements réglementaires (taxes carbone, interdiction d'exploiter une part importante des ressources fossiles pour garder l'augmentation de la température sous 2 °C) devaient être décidés, les investissements « Low Carbon » devraient surperformer sensiblement les indices classiques. En effet, alors que les valorisations de nombreuses sociétés sont directement menacées par ces aspects, le marché ne les prend pas assez en compte aujourd'hui.

Le FRR : un acteur engagé dans des initiatives internationales

Le FRR s'est engagé dans deux initiatives internationales, le « Montréal Pledge » et la « Portfolio Decarbonization Coalition ».

Le « Montréal Pledge » a été 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

.....

Afin d'agir en tant qu'investisseur responsable tout en cherchant à optimiser son rendement et son risque, le FRR a participé à la création des indices « MSCI Low Carbon Leaders ».

.....

Nations unies pour l'environnement (UNEP-FI). Les investisseurs ayant signé le « Montréal Pledge » s'engagent à publier, chaque année, l'empreinte carbone de leurs investissements en actions.

La « Portfolio Decarbonization Coalition » est une initiative collaborative, lancée en septembre 2014, qui 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.

En rejoignant ces deux initiatives, le FRR a pris l'engagement de mesurer, de communiquer publiquement l'empreinte carbone de son portefeuille d'investissement et de décarboner progressivement son portefeuille.

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

En 2007, le FRR avait calculé, pour la première fois, l'empreinte environnementale (dont l'empreinte carbone) de son portefeuille.

En 2014, le FRR a fait appel à la société Trucost pour mesurer l'empreinte carbone de son portefeuille d'actions.

(3) Ce ratio est exprimé en kg d'équivalent CO₂ (kgCO₂e) pour 1 000 euros investis.

(4) Ce ratio est exprimé en tonnes d'équivalent CO₂ (tCO₂e) par million d'euros de chiffre d'affaires.

(5) 20 % MSCI Emerging Markets + 40 % FTSE Developed All Cap Excluding Eurobloc + 40 % FTSE Eurobloc All Cap.

LA MÉTHODOLOGIE ET LES RÉSULTATS

Cette analyse a porté sur le portefeuille actions des marchés développés et émergents à fin 2013 et 2014, afin de mesurer aussi l'impact de l'intégration des indices « Low Carbon Leaders » lancés au quatrième trimestre 2014.

L'étude couvre les émissions générées par les activités des entreprises, leurs fournisseurs directs ainsi que leurs réserves. Le FRR a fait le choix de mesurer son empreinte en absolu et en intensité :

- l'empreinte absolue est calculée pour 1 000 euros investis⁽³⁾ ;
- l'intensité carbone des portefeuilles est calculée en divisant les émissions annuelles de CO₂ des entreprises par leurs chiffres d'affaires annuels⁽⁴⁾. Pour mieux comprendre l'origine de sa performance carbone, le FRR a aussi distingué l'effet sectoriel de l'effet sélection d'actifs au sein de chaque secteur.

Les résultats de l'étude montrent que l'intensité carbone du portefeuille d'actions du FRR, à fin 2014, s'élève à 419 tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires et que l'intensité carbone du portefeuille est inférieure de 12 % à celle de l'indice de référence du FRR⁽⁵⁾.

Par ailleurs, pour 1 000 euros investis dans le portefeuille du FRR, les émissions absolues sont de 357 kgCO₂e contre 421 kgCO₂e pour l'indice. Le portefeuille du FRR est donc 15 % moins émetteur de carbone que son indice de référence.

L'empreinte carbone en intensité du portefeuille a diminué de 4 % entre 2013 et 2014, avec pour effet d'améliorer significativement la performance relative aux indices, que ce soit sur les pays développés ou émergents. Cette performance relative est la résultante, notamment sur les pays développés, des investissements effectués en 2014 sur des indices à faible intensité carbone.

Ces bons résultats s'expliquent essentiellement par l'effet de sélection des actifs dans chacun des secteurs qui s'est, de plus, amélioré entre 2013 et 2014. Cette évolution est particulièrement prononcée pour le portefeuille émergent, dans des secteurs tels que les « Utilities » et « Basic Resources ».

La présence d'entreprises dont les revenus proviennent d'activités extractives dans le portefeuille du FRR rend significatif le risque de dépréciation de ces actifs en cas d'évolution de la législation et/ou des prix d'exploitation. 209 entreprises sont exposées aux réserves fossiles et représentent 6,67 % de la valeur totale du portefeuille. Cette proportion place le portefeuille global du FRR à un degré d'exposition moindre que celui de son indice (7,75 %) ou de l'indice « MSCI World All Countries » (8,37 %). De plus, cette exposition s'est réduite de 2013 à 2014.

.....

La « Portfolio Decarbonization Coalition » est une initiative collaborative, lancée en septembre 2014, qui 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.

.....

Exercice des droits de vote

Au 31 décembre 2014, le FRR a par l'intermédiaire de ses sociétés de gestion participé à 6206 assemblées générales⁽⁶⁾ et a ainsi pu voter sur les 2707 valeurs de son portefeuille actions dans tous les pays où il est investi.

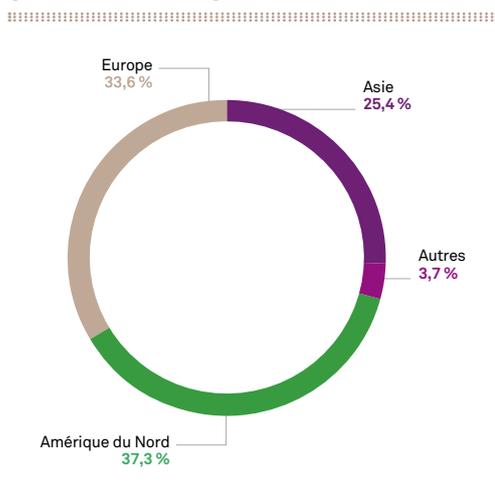
Sur 73684 résolutions soumises au vote, le taux d'approbation pour le portefeuille global du FRR est de 85%. Le taux d'approbation pour les sociétés françaises en 2014 est pour sa part de 80%.

En France, avec la première année de mise en application du « Say on Pay », la rémunération des dirigeants mandataires sociaux est restée au centre des attentions du FRR. Si la grande majorité des sociétés du SBF 120 suivent le code AFEP-MEDEF, elles ne se

conforment pas encore entièrement aux exigences visant à communiquer l'ensemble des informations (notamment sur les critères de rémunération). Si 2014 a été plutôt une année d'observation sur l'application de ces mesures par les entreprises, les investisseurs et le FRR seront très attentifs sur la transparence et la pédagogie des informations publiées en matière de rémunération.

La généralisation du droit de vote double, par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, dite « loi Florange », pour les détenteurs d'actions inscrites au nominatif depuis plus de deux ans, contrevient au principe universel de gouvernance « une action, une voix » ainsi qu'au principe d'égalité des actionnaires, notamment en augmentant l'influence des actionnaires de contrôle sur les organes de décision, au détriment des actionnaires minoritaires. De plus, l'enregistrement des titres au nominatif est incompatible avec la gestion d'actifs financiers pour des investisseurs, a fortiori lorsque ceux-ci sont étrangers. Le FRR sera très attentif sur le vote de ses gestionnaires sur les résolutions présentées lors des assemblées générales de 2015.

> Répartition des assemblées générales par région



32

(6) Plusieurs sociétés de gestion peuvent détenir le même titre et participer à l'assemblée générale.

ICGN

Anne-Marie Jourdan, directrice juridique du FRR, a été nommée en qualité de membre du conseil d'administration (Board of Governors) de l'International Corporate Governance Network (ICGN), lors de son assemblée générale du 16 juin 2014.

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

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

Anne-Marie Jourdan aura pour mission d'assurer la liaison entre le conseil d'administration et le comité spécialisé en charge de la responsabilité des actionnaires (Shareholder Responsibilities Committee).



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 assurant un niveau élevé de couverture du passif.

Les investissements du FRR sont réalisés principalement sous forme de mandats délégués à des gestionnaires. Le FRR peut également investir directement dans des OPC, dans la limite de 15 % de son actif.

Un comité des risques examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que les principaux risques financiers et opérationnels. Ce comité examine en outre les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et alimenté par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une présentation lors des réunions du Directoire.

Le Département de la performance et des risques financiers est également invité 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...). Il émet chaque année un avis sur la revue de l'allocation stratégique, qu'il présente lors de la réunion du Conseil de surveillance consacrée à cette dernière.

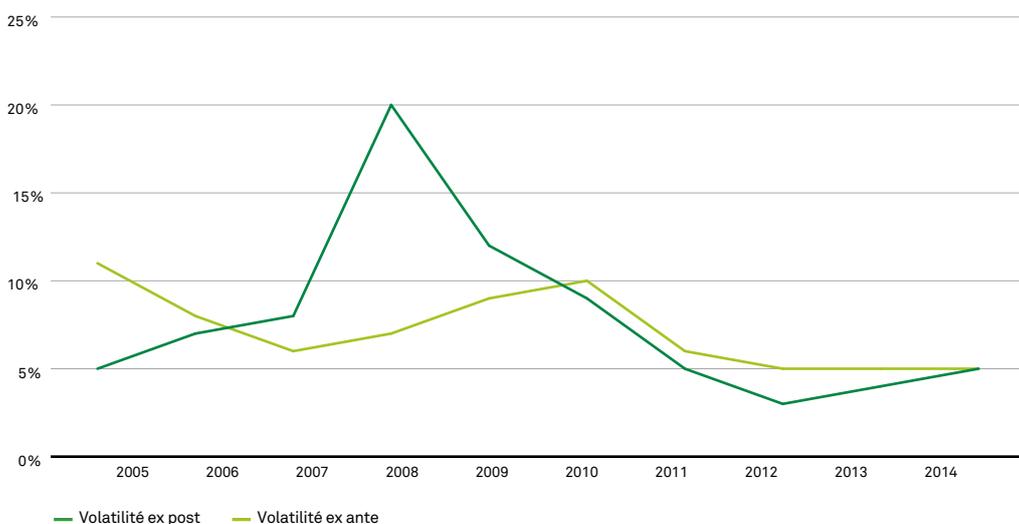
Les risques financiers

Le risque de gestion actif-passif

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

Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 milliards d'euros jusqu'en 2024 et restituer en 2020 à la CNAV la soultte CNIEG, qui s'élève à 4,43 milliards

> Volatilité annuelle constatée (en pourcentage)



d'euros à fin 2014 et évoluera en fonction de la performance du FRR de 2014 à 2020.

Sur l'année, le surplus⁽¹⁾ a augmenté de 1 milliard d'euros grâce aux actifs de performance et s'élève au 31/12/2014 à 12,17 milliards d'euros (après revalorisation de la soultte CNIEG). Ce niveau traduit la capacité du FRR à respecter ses engagements de passif.

Les risques de marchés du portefeuille

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

La volatilité annuelle ex post de la valeur de l'actif du FRR a été de 4,70 % en 2014 (contre 4,47 % en 2013) pour un rendement annuel de 8,75 % (contre 5,21 % en 2013). La volatilité ex ante est de 5,32 % au 31/12/2014, contre 4,92 % un an plus tôt.

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

Ainsi, la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 12,5 % de l'actif du FRR (contre 11,6 % en 2013), soit 4,44 milliards d'euros. Cette augmentation s'explique par l'accroissement de la part des actifs risqués en 2014 ainsi que par la découverte partielle du risque de change sur les actifs en dollars à partir d'avril.

Le risque actions

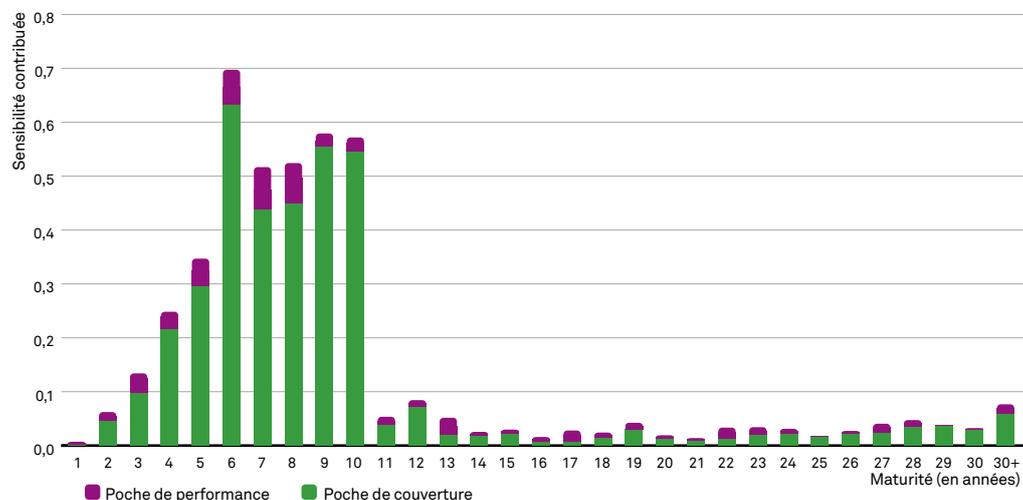
Les actions représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. La contribution des actions à la perte moyenne potentielle liée aux variations du prix des actions dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 9,78 % de l'actif du FRR, soit 3,64 milliards d'euros (contre 7,89 % fin 2013). Cette augmentation relative du risque action est essentiellement due à l'augmentation de l'exposition du FRR à ces actifs.

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 (hors variation des primes de risque de crédit), mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 2,71 % de l'actif du FRR, soit 1 milliard d'euros sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 3,57 % à fin 2013). Cette baisse du risque s'explique à la fois par la diminution du poids relatif des actifs obligataires dans le portefeuille du FRR mais également par une baisse de leur volatilité sur l'ensemble de l'année 2014.

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux est de 2,39⁽²⁾ contre une sensibilité du passif (par rapport à la valeur du bilan) de 2,93. Ainsi, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR baisserait de 2,39 %, soit environ 1,03 milliard d'euros.

> Contributions de sensibilité du portefeuille par poche et par maturité



Le risque de crédit du portefeuille

Le tableau ci-dessous présente la ventilation des actifs à revenu fixe du FRR par notation à fin 2013 et fin 2014. L'essentiel de ces actifs (93 %) est investi dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- ET NC
31/12/13	1%	54%	18%	21%	7%
31/12/14	1%	41%	29%	23%	7%

En 2014, la qualité globale du portefeuille du FRR est proche de celle de 2013 puisque 93 % du portefeuille de crédit est investi en titres de bonne qualité de signature, « catégorie investissement ». La répartition au sein de la catégorie investissement a évolué entre 2013 et 2014 : une vente d'OAT a été réalisée dans le but de financer le versement effectué au titre de la CADES et a eu pour conséquence une baisse des investissements en catégorie AA.

Une étude sur le risque de crédit a par ailleurs permis d'évaluer la perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés. Cette perte, qui a été mesurée par une CVaR⁽³⁾ spécifique⁽⁴⁾ au risque de crédit, est de 9,10 % sur le portefeuille de crédit hors OAT⁽⁵⁾ détenu par le FRR.

Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme négociés 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⁽⁶⁾ Bank, limites par contrepartie. Fin 2014, l'exposition globale du FRR au risque de contrepartie est de -157 millions d'euros à fin 2014, contre +97 millions d'euros en 2013.

Les ratios de diversification du risque de signature

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

Le risque de change

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. Dans l'allocation stratégique, le risque de change sur les actifs de performance est couvert en cible à 90 % à l'exception des actifs libellés en devises émergentes pour lesquels le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Néanmoins, le FRR dispose d'une marge de flexibilité sur son niveau de couverture, sous réserve que son exposition totale au risque devise reste inférieur à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). Ainsi, en 2014, le niveau de couverture de l'exposition aux devises développées hors euro (essentiellement le USD) a été réduit durant les trois derniers trimestres, constituant une source de performance très significative pour le FRR.

Concernant les actifs de couverture, le risque de change est totalement couvert depuis 2011.

Les risques d'écart de suivi de la performance du portefeuille et des gestionnaires (risque relatif à la performance des gestionnaires)

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

En 2014, les gestionnaires ont tous respecté les limites de TE définies dans leur mandat de gestion, en moyenne la TE sur le portefeuille du FRR est de 57 points de base sur l'année 2014.

Le risque sur les contrats financiers et notamment les produits dérivés

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

(1) Valeur de l'actif du FRR net de la valeur de ses engagements.

(2) Y compris les actifs de taux de la poche de performance.

(3) La perte potentielle moyenne à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios estimés est mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » Crédit (CVaR) à 99 % sur un an.

(4) Elle repose sur la modélisation probabiliste du comportement à moyen terme de la qualité de signature des émetteurs et de leurs corrélations.

(5) Obligations assimilables du Trésor.

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

Le FRR applique les principes de suivi en risques des opérations sur instruments financiers définis par la réglementation AMF⁽⁷⁾ de novembre 2011 relative aux modalités de calcul du risque global des OPC. Ces principes proposent deux méthodes de mesures mises en œuvre par le FRR :

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

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. La valeur de l'engagement à fin 2014 est de 13,22 %, contre 8,06 % à fin 2013, et reste donc très en deçà de la limite réglementaire de 100 %.

Le risque de liquidité des actifs gérés

Le FRR gère notamment deux limites :

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

Les risques opérationnels

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

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie sur des exercices réguliers de cartographie des risques ainsi que sur le suivi des plans d'actions issus de ces cartographies. L'exercice 2014 d'autoévaluation ayant pour but d'identifier et mesurer l'exposition du FRR aux différentes catégories de risques opérationnels a permis aux équipes de réaliser une mise à jour de la cartographie des niveaux de risques résiduels et d'identifier les principaux axes de réduction de ces risques. Le comité de direction a validé au mois de décembre le profil de risque du FRR, notamment les impacts qualitatifs et quantitatifs de risques à faible fréquence mais à forte sévérité auxquels le FRR pourrait être exposé, ainsi que les plans d'actions majeurs.

Les incidents opérationnels d'origine interne et externe sont recensés et analysés au fil de l'eau. Ces incidents sont présentés et validés en comité des risques (analyse de l'incident, des impacts et suivi des mesures correctrices et d'amélioration). Le FRR apporte une attention particulière au suivi des gestions déléguées, les mandats de gestion représentant l'essentiel de son portefeuille.

Enfin, les impacts et conséquences de différents scénarios de nature à compromettre la continuité de l'activité du FRR ont fait l'objet d'une analyse (pandémie, crue, incendie, défaillance fournisseur...). Des mesures préventives et de continuité (organisation et procédures de gestion de crise, site de repli) sont mises en œuvre et testées régulièrement.

La conformité

La déontologie

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

Les risques déontologiques, de blanchiment et de financement du terrorisme font également l'objet de diligences spécifiques dans le processus de sélection des gérants et des investissements.

La conformité des investissements et du portefeuille

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

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

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

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

(7) Autorité des marchés financiers.



ORGANISATION & COÛTS

Organisation et ressources humaines

Le FRR a connu une forte décroissance de ses effectifs sur les quatre derniers exercices. Les effectifs autorisés seront ainsi passés de 56 en 2010 à 48 en 2014, soit une baisse du plafond des emplois autorisés de 14,3%. Cette diminution est le fruit d'une politique de maîtrise des coûts, notamment en matière de gestion des ressources humaines. Celle-ci a privilégié l'embauche de collaborateurs jeunes et à potentiel et a misé sur les promotions internes. Elle a également inclus une réflexion poussée sur l'organisation du FRR et la gestion des compétences. Ainsi, en quatre ans, la masse salariale du FRR a très fortement décliné de 27,9%. Cette forte baisse pourrait entraîner une croissance mécanique des rémunérations au cours des années à venir (progression des rémunérations des collaborateurs et/ou remplacement de certains départs par des collaborateurs plus seniors).

Dans les prochaines années, le FRR veillera à maintenir un niveau exigeant de sécurisation de ses processus, tout en restant à 48 postes, seuil critique en deçà duquel il ne pourrait plus assurer ses missions sans risques opérationnels.

Une réorganisation de plusieurs départements stratégiques a été opérée en 2014, dans un souci de sécurisation et de fiabilisation de l'action du Fonds.

.....

En 2014, le total des charges s'est élevé à 70,4 millions d'euros, en baisse significative de 23% par rapport à 2013.

.....

Les coûts au FRR

Le total des charges s'est élevé à 70,4 millions d'euros en 2014, en baisse de 23% par rapport à 2013. Cette baisse significative est due essentiellement à la prise en compte sur l'exercice 2013 des commissions de surperformance *in fine* relatives aux mandats actions US, Japon et Europe amorcés en 2010, et qui sont arrivés à terme au cours du premier trimestre 2014 (28,9 millions d'euros).

En 2014, l'ensemble des commissions de gestion (fixes, variables et « overlay ») s'élève ainsi à 46 millions d'euros contre 68,2 millions d'euros en 2013, représentant 65% du total des charges.

Les charges fixes de gestion financière (30,3 millions d'euros de crédits évaluatifs pour 2014) sont en hausse par rapport au niveau de celles de 2013 (27,0 millions d'euros), sous l'effet principal de deux facteurs à la fois sur les taux et sur les actions. 2014 a vu par exemple la poursuite de l'augmentation des frais fixes sur le marché Crédit euro lié à la hausse significative des encours entre le 31/12/2013 et le 30/06/2014. De même, le poids de la poche des OPC actions émergentes dans le portefeuille du FRR s'est accru et a entraîné un coût plus élevé.

Les autres charges estimatives, ou évaluatives, concernent les frais de back-office et de tenue de compte et se maintiennent à 9,4 millions d'euros en raison des flux élevés qu'a connus le Fonds en 2014, en hausse de 9% par rapport à 2013 avec plus de 51 000 opérations, dont la hausse des coûts induite a été compensée par la baisse des coûts unitaires liée au changement de teneur de compte-conservateur opéré en 2013.

Globalement, les frais variables par nature (commissions de gestion, frais de conservation et d'administration de fonds, soit 56,9 millions d'euros au total) ont représenté 81% des coûts en 2014, contre environ 87% en 2013.

Enfin, les frais de structure (charges de personnel, informatique, consultants et autres frais généraux) sont en très légère hausse par rapport à 2013 (13,5 millions d'euros contre 12,3 millions d'euros en 2013), mais ne représentent que 0,35% de l'actif géré.



ORGANIGRAMME*

CONSEIL DE SURVEILLANCE

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

DIRECTOIRE



Président :
Pierre-René Lemas



Membre :
Yves Chevalier



Membre :
Olivier Rousseau

Assistante : Brigitte Dahan

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Président : **Olivier Rousseau**



Membre :
Thierry Coste



Membre :
Catherine Guinefort



Membre :
Jean-François Marie



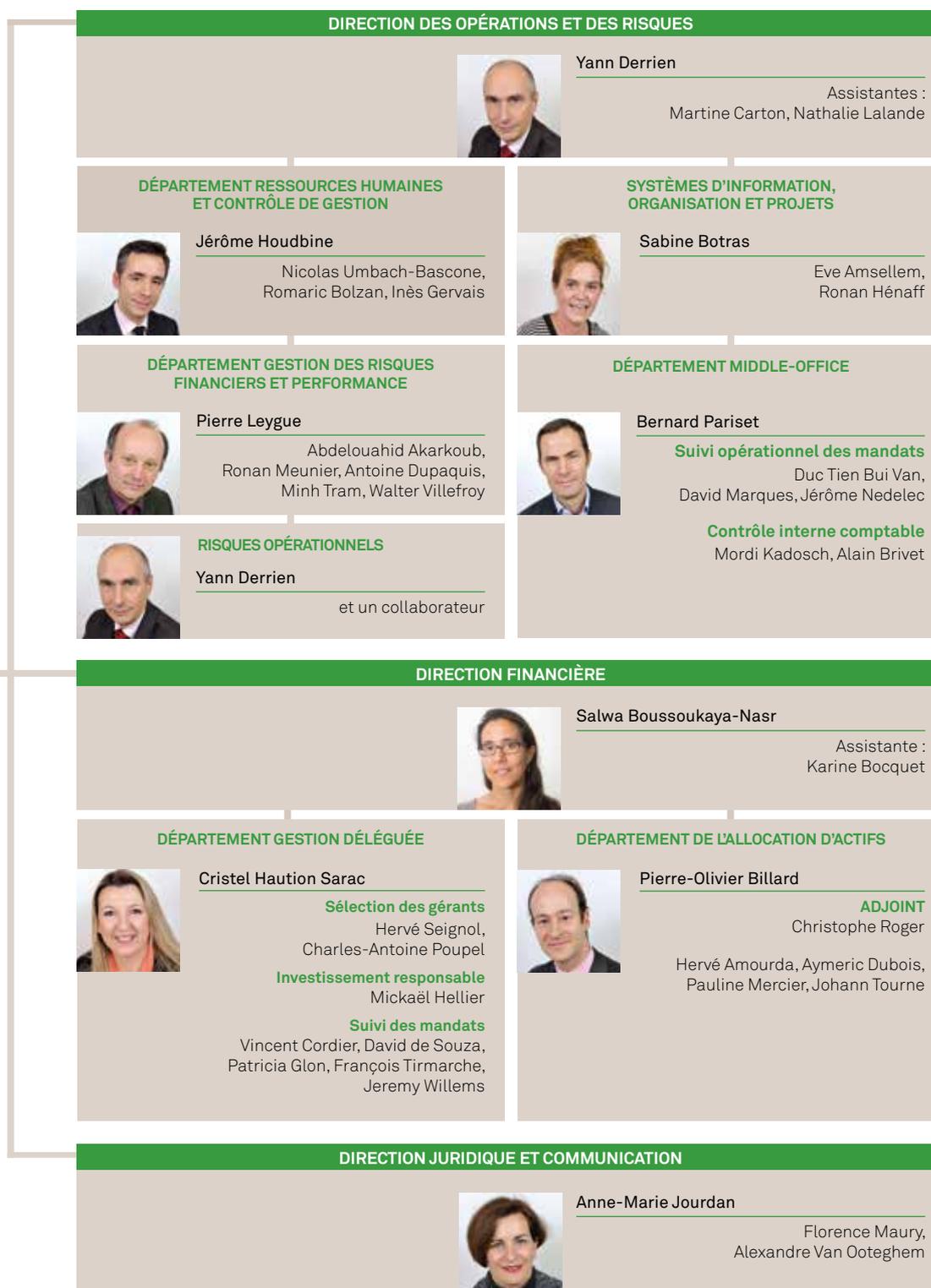
Membre :
Marcel Nicolai

AGENCE COMPTABLE



Patrick Hédé

Thierry Tacinelli,
Marie-Christine Huguet





LES INSTANCES DIRIGEANTES

CONSEIL DE SURVEILLANCE

au 30 avril 2015

PRÉSIDENT Alain Vasselle

MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Michel Issindou, *suppléant* Charles de Courson
Bérangère Poletti, *suppléante* Gisèle Biémouret

MEMBRES DU SÉNAT

Francis Delattre, *suppléant* Dominique de Legge
Jean-Marc Gabouty, *suppléant* Georges Labazée

PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

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

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

Confédération générale du travail

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

Confédération générale du travail – Force ouvrière

Jean-Jacques Poujade, *suppléant* Philippe Pihet

Confédération française démocratique du travail

Jean-Louis Malys, *suppléant* Philippe Le Clézio

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni, *suppléant*

Pierre Alexis Van Den Boomgaerde

Confédération française de l'encadrement – CGC

Pierre Roger, *suppléant* Marie-Christine Oberst

REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

Mouvement des entreprises de France

Agnès Canarelli, *suppléant* Éric Delabrière
Valérie Corman, *suppléante* Émilie Martinez
Alain Leclair, *suppléant* Jean-Claude Guéry

Confédération générale des PME

Geneviève Roy, *suppléant* Georges Tissié

Union professionnelle artisanale

Albert Quenet, *suppléante* Berthe Duguey

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

Thomas Fatome, *suppléant* Jonathan Bosredon
Amandine Giraud, *suppléante* Agathe Denechere

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

Delphine d'Amarzit, *suppléant* Thomas Groh

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

Denis Morin, *suppléant* Gautier Bailly

DIRECTOIRE

DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier
Olivier Rousseau

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

PRÉSIDENT Olivier Rousseau

MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

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

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

Jean-François Marie, ancien dirigeant de société financière

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

éléments
RAPPORT ANNUEL 2014
financiers

SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

Le résultat 2014 est excédentaire de 1,439 milliard d'euros, après un résultat 2013 également positif de 1,861 milliard d'euros.

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

Le fonds a versé cette somme à la CADES le 25 avril 2014, enregistrant une réduction de ses capitaux permanents à due concurrence.

Les comptes de l'année 2014 confirment cependant la robustesse de la situation financière du FRR déjà constatée en 2013 et 2012.

La contribution CNIEG est valorisée à 4,428 milliards d'euros, en progression de 363 millions d'euros.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 37,2 milliards d'euros.

Le résultat financier 2014 est excédentaire de 1,504 milliard d'euros, après un résultat financier 2013 également positif de 1,952 milliard d'euros.

Il en est de même des écarts d'estimation enregistrés au bilan, qui retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts, déjà positifs en 2013 à 2,1432 milliards d'euros, s'élèvent à 3,3869 milliards d'euros au 31 décembre 2014.

.....

**Le résultat 2014
est excédentaire de
1,439 milliard d'euros,
après un résultat 2013
également positif de
1,861 milliard d'euros.**

.....

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

Les revenus des valeurs mobilières s'élèvent à 840,4 millions d'euros contre 894,9 millions d'euros en 2013. Les opérations de change dégagent une perte nette de -265,2 millions d'euros, contre un gain net de 475,7 millions d'euros en 2013.

Les cessions de valeurs mobilières dégagent un excédent de 1,0453 milliard d'euros, contre 606,8 millions d'euros en 2013.

Enfin, les instruments financiers à terme enregistrent un gain net de 96,3 millions d'euros, contre 214,4 millions d'euros en 2013.

BILAN AU 31/12/2014

ACTIF – en euros	31/12/2014	31/12/2013
Immobilisations	2 100 964,14	1 830 651,16
Créances	6 143 523 032,43	8 272 231 827,18
Dotations affectées au FRR à recevoir	–	–
Créances d'exploitation	–	3 456,80
Créances liées aux instruments financiers	21 616 979,41	22 720 254,18
Créances liées aux opérations de change	5 937 840 346,83	8 127 348 002,01
Créances liées aux instruments financiers à terme	184 065 706,19	122 160 114,19
Valeurs mobilières	35 863 350 121,68	33 883 662 883,84
Actions	8 796 526 280,57	8 280 440 959,84
Obligations	17 779 683 655,66	19 138 061 635,66
Titres de créances négociables	3 106 276 100,03	471 349 290,63
OPCVM	5 346 183 310,55	5 329 605 509,36
Fonds de capital investissement	638 049 646,99	627 221 242,93
Organismes de titrisation	196 631 127,88	36 984 245,42
Disponibilités	1 342 575 481,67	2 187 290 504,32
Charges constatées d'avance	53 194,10	206 008,00
TOTAL	43 351 602 794,02	44 345 221 874,50

PASSIF – en euros	31/12/2014	31/12/2013
Capitaux propres	11 753 741 996,36	9 070 311 279,47
Dotations	2 870 680 121,97	2 870 680 121,97
Réserves	4 056 473 649,73	2 195 435 504,12
Écart d'estimation	3 386 928 094,39	2 143 157 507,77
Résultat de l'exercice	1 439 660 130,27	1 861 038 145,61
Dettes	31 593 986 488,31	35 274 710 962,87
Dotations affectées au FRR perçues d'avance	–	–
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 428 075 612,69	4 065 294 648,08
Dette CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dette CADES + 1 an	18 900 000 000,00	21 000 000 000,00
Dettes d'exploitation	37 648 494,28	63 841 955,34
Dettes liées aux instruments financiers	20 795 201,99	13 416 402,35
Dettes liées aux opérations de change	6 094 755 881,37	8 030 015 310,12
Dettes liées aux instruments financiers à terme	12 711 297,98	2 142 646,98
Produits constatés d'avance	3 874 309,35	199 632,16
TOTAL	43 351 602 794,02	44 345 221 874,50

COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2014

CHARGES – en euros	31/12/2014	31/12/2013
Services extérieurs	63 049 145,90	90 459 558,39
Impôts et taxes	82 516,15	75 563,92
Frais de personnel	905 612,10	860 292,21
Amortissement	476 224,02	400 964,74
Charges d'exploitation	64 513 498,17	91 796 379,26
Pertes de change	517 995 790,29	300 710 610,54
Charges sur instruments financiers à terme	272 934 073,91	270 553 840,73
Charges sur cession de valeurs mobilières	380 693 239,49	271 719 633,83
Charges sur options	39 791 670,00	0,00
Autres charges financières	60 030,49	87 034 742,63
Attribution de la part du résultat à la CNIEG	194 631 926,76	235 175 480,51
Charges financières	1 406 106 730,94	1 165 194 308,24
Charges exceptionnelles	–	–
Total charges	1 470 620 229,11	1 256 990 687,50
Résultat de l'exercice	1 439 660 130,27	1 861 038 145,61
TOTAL	2 910 280 359,38	3 118 028 833,11

44

PRODUITS – en euros	31/12/2014	31/12/2013
Revenus des valeurs mobilières	840 482 501,11	894 870 626,27
Gains de change	252 797 287,64	776 420 736,08
Produits sur instruments financiers à terme	369 251 594,77	484 927 934,92
Produits sur cession de valeurs mobilières	1 426 001 964,63	878 503 127,98
Produits sur options	15 031 404,00	0,00
Autres produits financiers	6 639 840,73	82 845 602,54
Produits financiers	2 910 204 592,88	3 117 568 027,79
Produits exceptionnels	75 766,50	460 805,32
Total produits	2 910 280 359,38	3 118 028 833,11
TOTAL	2 910 280 359,38	3 118 028 833,11

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2014

RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

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

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

La comptabilité du FRR étant tenue en euros, la comptabilisation de la valorisation des positions des mandats du FRR en devises correspond à sa contre-valeur calculée avec le taux de change WM/Reuters Closing Spot Rates.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les positions de change à terme sont valorisées à la fois par amortissement linéaire du montant de report/déport initial et par la valorisation de la position devise au taux de change WM/Reuters Closing Spot Rates.

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

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

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

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

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

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

La contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité

sociale en date du 20 avril 2005, est comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette.

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

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

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

PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

Bilan

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

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

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

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

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

○ Les « Disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euros 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'arrêt ;

○ le résultat de l'exercice.

La rubrique « Contribution exceptionnelle CNIEG » comprend :

○ la contribution versée au FRR par la CNIEG dans le cadre de l'article 19 de la loi n° 2004803 du 9 août 2004 prévue et dont les conditions de versement au FRR par la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) ont été déterminées par un arrêté du ministre des Solidarités, de la Santé et de la Famille en date du 31 janvier 2005. Cet arrêté a fixé à 3 060 000 000 euros la somme ayant été versée par la CNIEG au FRR au cours du deuxième trimestre 2005 ;

○ les intérêts versés au FRR par la CNIEG conformément à l'arrêt du 31 janvier 2005 ;

○ la quote-part des produits de l'exercice, nets de frais, correspondant à l'attribution de la part du résultat du FRR à la soule versée par la CNIEG ;

○ la quote-part des plus ou moins-values latentes à la date d'arrêt.

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

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS À L'ACTIF

IMMOBILISATIONS

Tableau des immobilisations et des amortissements – en euros

Rubriques et postes	Immobilisations			Amortissements					Valeur nette comptable
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeur brute à la fin de l'exercice	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	
Immobilisations incorporelles	3 817 564,44	903 600,00	- 157 063,00	4 564 101,44	- 1 987 159,21	- 475 978,09	–	- 2 463 137,30	2 100 964,14
SOUS-TOTAL	3 817 564,44	903 600,00	- 157 063,00	4 564 101,44	- 1 987 159,21	- 475 978,09	–	- 2 463 137,30	2 100 964,14
Immobilisations corporelles	12 712,31	–	–	–	- 12 466,38	- 245,93	–	- 12 712,31	–
SOUS-TOTAL	12 712,31	–	–	12 712,31	- 12 466,38	- 245,93	–	- 12 712,31	–
TOTAL	3 830 276,75	903 600,00	- 157 063,00	4 576 813,75	- 1 999 625,59	- 476 224,02	–	- 2 475 849,61	2 100 964,14

CRÉANCES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Créances – en euros

	31/12/2014
liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	6 769 547,93
Ventes en attente de règlement	13 549 453,03
Commissions / Ristournes à recevoir	1 297 978,45
Trop versé sur frais de gestion variables	–
TOTAL	21 616 979,41
liées aux opérations de change	
Achats à terme	139 719 264,77
Devises à recevoir à terme	5 788 961 684,73
Devises à recevoir au comptant	381 078,17
Déport	8 778 319,16
TOTAL	5 937 840 346,83
liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	181 892 161,82
Marge à recevoir	2 173 544,37
Écart d'estimation sur swaps	–
TOTAL	184 065 706,19

VALEURS MOBILIÈRES

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

Portefeuille au 31 décembre 2013 – en euros

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

Portefeuille au 31 décembre 2014 – en euros

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation ⁽¹⁾	Coupons courus	Valeur bilan
Actions	7 517 528 873,72	1 278 997 406,85	–	8 796 526 280,57
Obligations	15 925 056 721,98	1 545 645 275,80	308 981 657,88	17 779 683 655,66
TCN	3 105 806 362,84	417 358,02	52 379,17	3 106 276 100,03
OPCVM	4 742 045 576,28	604 137 734,27	–	5 346 183 310,55
Fonds de capital investissement	312 311 001,72	325 738 645,27	–	638 049 646,99
Organisme de titrisation	193 870 843,32	2 194 814,56	565 470,00	196 631 127,88
TOTAL	31 796 619 379,86	3 757 131 234,77	309 599 507,05	35 863 350 121,68

	31/12/2013	31/12/2014
Actions	8 280 440 959,84	8 796 526 280,57
Obligations	19 138 061 635,66	17 779 683 655,66
TCN	471 349 290,63	3 106 276 100,03
OPCVM	5 329 605 509,36	5 346 183 310,55
Fonds de capital investissement	627 221 242,93	638 049 646,99
Organismes de titrisation	36 984 245,42	196 631 127,88
TOTAL	33 883 662 883,84	35 863 350 121,68

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

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2013	31/12/2014
< 3 mois	1,71 %	3,06 %
> 3 mois < 1 an	3,67 %	12,48 %
1 à 3 ans	9,51 %	5,17 %
3 à 5 ans	15,81 %	15,97 %
5 à 7 ans	28,97 %	26,74 %
7 à 10 ans	33,07 %	27,39 %
10 à 15 ans	2,05 %	2,83 %
> 15 ans	5,21 %	6,36 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2013	31/12/2014
Taux fixe	97,57 %	98,28 %
Taux indexé	2,04 %	0,00 %
Taux variable	0,39 %	1,72 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES PAR DEVISE DE COTATION - en euros

49

Devise	Actions	Obligations	TCN	OPCVM ⁽²⁾	OT ⁽³⁾	LP ⁽⁴⁾ et FCPR	Total
AUD	203 666 787,09	—	—	—	—	—	203 666 787,09
CAD	107 972 111,97	—	—	—	—	—	107 972 111,97
CHF	197 994 650,40	—	—	—	—	—	197 994 650,40
DKK	51 919 753,98	—	—	—	—	—	51 919 753,98
EUR	4 069 634 965,02	14 794 341 202,54	3 101 575 671,54	1 838 325 419,84	196 631 127,88	394 136 858,67	24 394 645 245,49
GBP	724 299 780,87	—	—	5 144 923,65	—	—	729 444 704,52
HKD	95 793 562,95	—	—	—	—	—	95 793 562,95
JPY	455 506 471,58	—	—	—	—	—	455 506 471,58
NOK	22 173 162,45	—	—	—	—	—	22 173 162,45
NZD	7 497 985,26	—	—	—	—	—	7 497 985,26
SEK	107 136 789,00	—	—	—	—	—	107 136 789,00
SGD	46 617 647,77	—	—	—	—	—	46 617 647,77
USD	2 706 312 612,23	2 985 342 453,12	826 119,14	3 502 712 967,06	—	243 912 788,32	9 439 106 939,87
TOTAL NET D'IPA⁽⁵⁾	8 796 526 280,57	17 779 683 655,66	3 102 401 790,68	5 346 183 310,55	196 631 127,88	638 049 646,99	35 859 475 812,33

IPA sur bons du Trésor	489,98
IPA sur bons du Trésor étrangers	422,31
IPA sur certificats de dépôts	3 873 397,06
IPA sur billets de trésorerie	—
Total IPA	3 874 309,35

TOTAL PORTEFEUILLE	8 796 526 280,57	17 779 683 655,66	3 106 276 100,03	5 346 183 310,55	196 631 127,88	638 049 646,99	35 863 350 121,68
---------------------------	-------------------------	--------------------------	-------------------------	-------------------------	-----------------------	-----------------------	--------------------------

(2) Dont Exchange Traded Funds.

(3) Organismes de titrisation.

(4) Limited Partnership : fonds de capital investissement.

(5) IPA : intérêts perçus d'avance.

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU 31 DÉCEMBRE 2014 - en euros

Valeurs mobilières	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Actions			
Européennes zone euro	4 069 634 965,02	—	4 069 634 965,02
Européennes hors zone euro	1 103 524 136,70	—	1 103 524 136,70
Amérique	2 814 284 724,20	—	2 814 284 724,20
Asie hors Japon	353 575 983,07	—	353 575 983,07
Japon	455 506 471,58	—	455 506 471,58
Obligations			
Européennes zone euro	14 794 341 202,54	—	14 794 341 202,54
Amérique	2 985 342 453,12	—	2 985 342 453,12
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	3 101 575 671,54	3 873 887,04	3 105 449 558,58
Amérique	826 119,14	422,31	826 541,45
OPCVM			
Européens zone euro	1 838 325 419,84	—	1 838 325 419,84
Européens hors zone euro	5 144 923,65	—	5 144 923,65
Amérique	3 502 712 967,06	—	3 502 712 967,06
Fonds de capital investissement			
Europe	394 136 858,67	—	394 136 858,67
Amérique	243 912 788,32	—	243 912 788,32
Organismes de titrisation			
Europe	196 631 127,88	—	196 631 127,88
TOTAL	35 859 475 812,33	3 874 309,35	35 863 350 121,68

ORGANISMES DE TITRISATION

		Idinvest 1	Idinvest 2	Novo 1	Novo 2	Tikehau	Total
Engagements à l'origine	EUR	60 000 000	80 000 000	78 000 000	42 000 000	40 000 000	300 000 000
Engagements à la date d'arrêté	EUR	60 000 000	80 000 000	78 000 000	42 000 000	40 000 000	300 000 000
Solde de l'exercice précédent	EUR	29 480 000	–	75 000 000 ⁽¹¹⁾	39 050 000 ⁽¹²⁾	–	143 530 000
Versements de la période (appels de fonds)	EUR	29 480 000	43 840 000	41 500 000	20 500 000	21 600 000 ⁽¹³⁾	166 520 000
Solde à la date d'arrêté	EUR	–	36 160 000	33 500 000 ⁽¹⁴⁾	18 550 000 ⁽¹⁴⁾	18 400 000 ⁽¹⁴⁾	97 010 000 ⁽¹⁴⁾
VALORISATION À LA DATE D'ARRÊTÉ	EUR	61 667 970	44 278 400	44 902 396	23 948 650	21 833 712	196 631 128

(11) Hors 49 028 € de prime d'émission.

(12) Hors 59 113 € de prime d'émission.

(13) Hors 334 579,20 € de prime de souscription.

(14) Solde à la date d'arrêté hors prime d'émission et de souscription.

DISPONIBILITÉS

Devises – en euros

	Total
AUD	35 966 917,70
CAD	17 604 358,53
CHF	18 985 900,93
DKK	325 441,49
EUR	588 097 668,17
GBP	39 180 681,65
HKD	41 233 526,21
JPY	147 117 789,74
NOK	392 969,60
NZD	806,51
SEK	961 174,87
SGD	38 136,64
USD	452 670 109,63
TOTAL	1 342 575 481,67

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU PASSIF

ÉVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS – en euros

Capitaux propres	31/12/2013	Affectation résultat 2013	Résultat 2014	Variation		31/12/2014
				+	-	
Dotations	2 870 680 121,97	–	–	–	–	2 870 680 121,97
Réserves	2 195 435 504,12	1 861 038 145,61	–	–	–	4 056 473 649,73
Écarts d'estimation	2 143 157 507,77	–	–	1 243 770 586,62	–	3 386 928 094,39
Résultat de l'exercice	1 861 038 145,61	- 1 861 038 145,61	1 439 660 130,27	–	–	1 439 660 130,27
SOUS-TOTAL	9 070 311 279,47	–	1 439 660 130,27	1 243 770 586,62	–	11 753 741 996,36
Dettes long terme	31/12/2013					31/12/2014
CNIEG	4 065 294 648,08	–	–	362 780 964,61	–	4 428 075 612,69
CADES + 1 an	21 000 000 000,00	–	–	–	2 100 000 000,00	18 900 000 000,00
SOUS-TOTAL	25 065 294 648,08	–	–	362 780 964,61	2 100 000 000,00	23 328 075 612,69
TOTAL CAPITAUX PERMANENTS	34 135 605 927,55	–	1 439 660 130,27	1 606 551 551,23	2 100 000 000,00	35 081 817 609,05

RÉSULTATS DES DERNIERS EXERCICES – en euros

	2010	2011	2012	2013
Résultats de l'exercice	321 160 143,72	1 271 206 212,14	1 861 038 145,61	1 439 660 130,27

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

DETTES – en euros

ÉCHÉANCIER DES DETTES

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	dont 1 à 5 ans	dont + de 5 ans
Contribution exceptionnelle CNIEG	4 428 075 612,99	–	4 428 075 612,99	–	4 428 075 612,99
Dettes CADES	21 000 000 000,00	2 100 000 000,00	18 900 000 000,00	8 400 000 000,00	10 500 000 000,00
Dettes d'exploitation	37 648 494,28	37 648 494,28	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers	20 795 201,99	20 795 201,99	–	–	–
Dettes liées aux opérations de change	6 094 755 881,37	6 094 755 881,37	–	–	–
Dettes liées aux instruments financiers à terme	12 711 297,98	12 711 297,98	–	–	–
TOTAL	31 593 986 488,61	8 265 910 875,62	23 328 075 612,99	8 400 000 000,00	14 928 075 612,99

CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE CNIEG - en euros

Capitaux propres au 31/12/2013	9 070 311 279,47
Soulte CNIEG au 31/12/2013	4 065 294 648,08
Abondements 2014	—
Dette CADES au 31/12/2014	21 000 000 000,00
	34 463 952 895,43

QUOTE-PART CNAV AU 31/12/2014**11,91 %****Abondements**

Dotations au 31/12/2013	2 870 680 121,97	2014
Dotations au 31/12/2014	2 870 680 121,97	—

Répartition au 31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	à répartir
Charges d'exploitation	—	- 64 513 498,17	- 64 513 498,17
Résultat financier	—	1 698 729 788,70	1 698 729 788,70
Résultat exceptionnel	—	75 766,50	75 766,50
RÉSULTAT GLOBAL	—	1 634 292 057,03	1 634 292 057,03

Écart d'estimation valeurs mobilières	1 906 284 129,79	3 429 197 774,94	1 522 913 645,15
Écart d'estimation change	- 9 612 106,52	20 204 965,74	29 817 072,26
Écart d'estimation change à terme	117 779 659,74	- 154 979 293,83	- 272 758 953,57
Écart d'estimation dérivés	69 541 135,99	44 863 999,66	- 24 677 136,33
Écart d'estimation fonds de capital investissement	171 053 346,19	325 738 645,27	154 685 299,08
Écart d'estimation organismes de titrisation	255 116,68	2 194 814,56	1 939 697,88
Écart d'estimation options	—	—	—
Écart d'estimation swaps	—	—	—

ÉCART D'ESTIMATION TOTAL	2 255 301 281,87	3 667 220 906,34	1 411 919 624,47
---------------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------

Résultats financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	1 634 292 057,03
Pourcentage de répartition	11,91 %

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV	194 631 926,76
--------------------------------------	-----------------------

Écart d'estimation	1 411 919 624,47
Pourcentage de répartition	11,91 %

À PORTER AU CRÉDIT DE LA CNAV	168 149 037,84
--------------------------------------	-----------------------

Récapitulation

Résultat financier et exceptionnel moins charges de fonctionnement	194 631 926,76
Écart d'estimation	168 149 037,84

TOTAL	362 780 964,60
--------------	-----------------------

Pour mémoire : contribution CNIEG au 31/12/2013	4 065 294 648,08
--	-------------------------

CONTRIBUTION CNIEG AU 31/12/2014	4 428 075 612,69
---	-------------------------

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes – en euros	31/12/2014
liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	20 795 201,99
TOTAL	20 795 201,99
liées aux opérations de change	
Ventes à terme	5 955 408 068,65
Devises à livrer à terme	138 216 878,24
Devises à livrer au comptant	380 262,20
Report	750 672,28
TOTAL	6 094 755 881,37
liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	12 711 297,98
TOTAL	12 711 297,98

PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Les produits constatés d'avance s'élèvent à 3 874 309,35 euros. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables (BTF, CDN, bons du Trésor étrangers, billets de trésorerie).

COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

CHARGES D'EXPLOITATION - in euros

	Montant
Services extérieurs	63 049 145,90
Gestion administrative (Caisse des Dépôts et Consignations)	19 670 169,98
Rémunération des sociétés d'investissement	41 075 975,94
Autres services extérieurs	2 302 999,98
<i>dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>1 515 171,13</i>
Impôts et taxes	82 516,15
Personnel	905 612,10
Amortissements	476 224,02
TOTAL	64 513 498,17

56

TABLEAU DES EFFECTIFS DIRECTEMENT RÉMUNÉRÉS PAR LE FRR

Tableau des effectifs et ventilation par catégorie

Catégorie	CDI	CDD	Intérim	Autres	Total
DIRECTION	2	-	-	-	2
CADRES	1	-	-	-	1
EMPLOYÉS	4	-	-	-	4
TOTAL	7	-	-	-	7
AUTRES⁽¹⁵⁾	-	-	-	2	-

(15) Président du Conseil de surveillance et agent comptable.

ENGAGEMENTS HORS BILAN

Contrats de change à terme – en euros

Code devise	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	216 496 177,73	3,74 %	–	–
CAD	100 626 105,40	1,74 %	–	–
CHF	199 527 485,88	3,45 %	6 968 300,58	5,04 %
DKK	47 180 747,56	0,82 %	–	–
GBP	678 394 466,47	11,72 %	1 585 141,14	1,15 %
HKD	129 604 401,38	2,24 %	5 362 200,08	3,88 %
JPY	628 511 324,50	10,86 %	108 941 956,38	78,82 %
NOK	19 236 760,58	0,33 %	–	–
NZD	6 345 973,02	0,11 %	–	–
SEK	98 075 309,84	1,69 %	–	–
SGD	41 530 069,47	0,72 %	–	–
USD	3 623 432 862,90	62,59 %	15 359 280,06	11,11 %
TOTAL	5 788 961 684,73	100,00 %	138 216 878,24	100,00 %

Titres et espèces en deposit au 31/12/2014

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
US912796FR57	USA TREASURY BILL 18/06/15	200 000,00	161 272,57	165 223,83
SOUS-TOTAL			161 272,57	165 223,83

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	708 000,00	486 028,22	478 815,13
DG.CAD	DEPOSIT CAD	217 866,00	151 535,41	155 446,46
DG.CAD	DEPOSIT CAD	9 903,00	6 862,42	7 065,74
DG.CAD	DEPOSIT CAD	19 806,00	14 047,23	14 131,49
DG.CHF	DEPOSIT CHF	2 258 178,00	1 860 918,75	1 878 136,98
DG.CHF	DEPOSIT CHF	46 767,00	38 865,03	38 896,32
DG.EUR	DEPOSIT EUR	97 301 837,50	97 301 837,50	97 301 837,50
DG.EUR	DEPOSIT EUR	390 100,00	390 100,00	390 100,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	124 550,00	124 550,00	124 550,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	112 800,00	112 800,00	112 800,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	105 750,00	105 750,00	105 750,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	391 222,00	391 222,00	391 222,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 073 850,00	1 073 850,00	1 073 850,00
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 793 610,00	1 793 610,00	1 793 610,00
DG.GBP	DEPOSIT GBP	2 027 200,00	2 415 541,63	2 612 202,82
DG.GBP	DEPOSIT GBP	56 000,00	71 221,10	72 160,29
DG.HKD	DEPOSIT HKD	9 389 250,00	891 552,08	1 000 586,11
DG.JPY	DEPOSIT JPY	1 964 550 000,00	13 868 612,82	13 541 247,71
DG.JPY	DEPOSIT JPY	85 575 000,00	579 726,72	589 851,24
DG.USD	DEPOSIT USD	71 117 684,00	54 584 743,90	58 772 516,83
DG.USD	DEPOSIT USD	35 420,00	27 910,90	29 271,51
DG.USD	DEPOSIT USD	35 420,00	27 869,19	29 271,51
DG.USD	DEPOSIT USD	156 860,00	125 899,12	129 631,00
DG.USD	DEPOSIT USD	1 511 608,00	1 134 383,28	1 249 211,18
SOUS-TOTAL			177 579 437,30	181 892 161,82
TOTAL			177 740 709,87	182 057 385,65

AUTRES ENGAGEMENTS - in euros

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

FUTURES SUR CHANGE

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Eng. HB valorisé
EC0315	CHI FUTUR EUR/U 0315	USD	4 999,00	1,21	625 210 662,76
TOTAL					625 210 662,76

FUTURES SUR INDICES

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
BXF0115	Mar FUTURE BEL2 0115	EUR	698,00	3 285,50	22 932 790,00
EMD0315	CHI FUTURE SPI4 0315	USD	3 366,00	1 448,60	402 957 530,67
ES0315	CHI FUTUR SPMIN 0315	USD	7,00	2 052,40	593 644,89
ES0315	CHI FUTUR SPMIN 0315	USD	2,00	2 052,40	169 612,83
ES0315	CHI FUTUR SPMIN 0315	USD	21,00	2 052,40	1 780 934,67
FCE0115	Mar CAC40 0115	EUR	4 167,00	4 277,00	178 222 590,00
FDAX0315	EUR FUTURE DAX 0315	EUR	625,00	9 843,50	153 804 687,50
FESX0315	EUR DJ EURO STO 0315	EUR	30 042,00	3 133,00	941 215 860,00
FESX0315	EUR DJ EURO STO 0315	EUR	166,00	3 133,00	5 200 780,00
FESX0315	EUR DJ EURO STO 0315	EUR	53,00	3 133,00	1 660 490,00
FESX0315	EUR DJ EURO STO 0315	EUR	48,00	3 133,00	1 503 840,00
FESX0315	EUR DJ EURO STO 0315	EUR	45,00	3 133,00	1 409 850,00
FSMI0315	EUR FUTURE SMI 0315	CHF	338,00	8 907,00	25 039 015,26
FSMI0315	EUR FUTURE SMI 0315	CHF	7,00	8 907,00	518 559,49
FTI0115	Mar FUTURE AEX 0115	EUR	268,00	425,00	22 780 000,00
RTA0315	NY RUSSELL 200 0315	USD	2 709,00	1 200,70	268 806 768,31
SP0315	CHI SP500 0315	USD	1,00	2 052,40	424 032,06
SP0315	CHI SP500 0315	USD	2,00	2 052,40	848 064,13
TP0315	OSA TOPIX 0315	JPY	3 742,00	1 407,50	363 034 402,25
TP0315	OSA TOPIX 0315	JPY	163,00	1 407,50	15 813 631,10
Z0315	LIF FTSE100 0315	GBP	724,00	6 522,50	60 850 331,81
Z0315	LIF FTSE100 0315	GBP	20,00	6 522,50	1 680 948,39
TOTAL					2 471 248 363,35

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
AP0315	SYD FUTURE SPI2 0315	AUD	118,00	5 383,00	10 739 424,48
ES0315	CHI FUTUR SPMIN 0315	USD	482,00	2 052,40	40 876 691,04
HSI0115	HKF HANG SENG I 0115	HKD	107,00	23 649,00	13 483 111,76
NQ0315	CHI NASDAQ 100 0315	USD	10,00	4 232,75	699 599,19
YM0315	CBO FUTURE DJ M 0315	USD	9,00	17 752,00	660 171,07
TOTAL					66 458 997,53

FUTURES SUR TAUX

Position acheteuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBM0315	EUR EURO BOBL F 0315	EUR	28,00	130,28	3 647 840,00
FGBS0315	EUR EURO SCHATZ 0315	EUR	796,00	111,09	88 427 640,00
FGBS0315	EUR EURO SCHATZ 0315	EUR	609,00	111,09	67 653 810,00
I0315	LIF 3MO EURO EU 0315	EUR	42,00	99,93	10 492 125,00
I0615	LIF 3MO EURO EU 0615	EUR	18,00	99,95	4 497 525,00
I1216	LIF 3MO EURO EU 1216	EUR	10,00	99,87	2 496 750,00
SXF600315	MON FUTURE TSE6 0315	CAD	1,00	851,60	121 522,60
SXF600315	MON FUTURE TSE6 0315	CAD	2,00	851,60	243 045,20
TU0315	CBO 2 Y US TRES 0315	USD	347,00	109,30	62 685 038,84
TY0315	CBO T NOTE US 1 0315	USD	85,00	126,80	8 906 850,44
US0315	CBO FUTURE BOND 0315	USD	74,00	144,56	8 840 647,08

TOTAL 258 012 794,16

Position vendeuse

Code valeur	Libellé valeur	Devise	Quantité	Cours	Engag. HB valorisé
FGBL0315	EUR EURO BUND F 0315	EUR	819,00	155,87	127 657 530,00
FGBL0315	EUR EURO BUND F 0315	EUR	82,00	155,87	12 781 340,00
FGBL0315	EUR EURO BUND F 0315	EUR	291,00	155,87	45 358 170,00
FGBL0315	EUR EURO BUND F 0315	EUR	35,00	155,87	5 455 450,00
FGBM0315	EUR EURO BOBL F 0315	EUR	1 210,00	130,28	157 638 800,00
FGBM0315	EUR EURO BOBL F 0315	EUR	408,00	130,28	53 154 240,00
FGBM0315	EUR EURO BOBL F 0315	EUR	106,00	130,28	13 809 680,00
FGBS0315	EUR EURO SCHATZ 0315	EUR	33,00	111,09	3 665 970,00
FGBS0315	EUR EURO SCHATZ 0315	EUR	364,00	111,09	40 436 760,00
FV0315	CBO UST NOTE 5 0315	USD	2 928,00	118,93	287 774 513,44
FV0315	CBO UST NOTE 5 0315	USD	218,00	118,93	21 425 834,68
FV0315	CBO UST NOTE 5 0315	USD	195,00	118,93	19 165 310,83
I0316	LIF 3MO EURO EU 0316	EUR	69,00	99,94	17 238 787,50
I0616	LIF 3MO EURO EU 0616	EUR	64,00	99,92	15 987 200,00
I0915	LIF 3MO EURO EU 0915	EUR	23,00	99,95	5 747 125,00
I0916	LIF 3MO EURO EU 0916	EUR	32,00	99,90	7 991 600,00
I1215	LIF 3MO EURO EU 1215	EUR	53,00	99,95	13 242 712,50
SXF600315	MON FUTURE TSE6 0315	CAD	22,00	851,60	2 673 497,20
TU0315	CBO 2 Y US TRES 0315	USD	2 194,00	109,30	396 342 868,05
TY0315	CBO T NOTE US 1 0315	USD	2 858,00	126,80	299 479 747,73
TY0315	CBO T NOTE US 1 0315	USD	635,00	126,80	66 539 412,11
UBE0315	CBO ULTRA BOND 0315	USD	1 069,00	165,19	145 932 347,83
UBE0315	CBO ULTRA BOND 0315	USD	271,00	165,19	36 995 010,54
US0315	CBO FUTURE BOND 0315	USD	3 444,00	144,56	411 448 493,85

TOTAL 2 207 942 401,25

COMPLÉMENTS D'INFORMATION

Commission de surperformance. Frais variables

L'évaluation à la date d'arrêt des commissions de surperformance payables au terme des mandats de gestion s'élève à 10 035 648,36 euros.

RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES AU 31 DÉCEMBRE 2014

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de surveillance, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2014, sur :

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

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

I. Opinion sur les comptes annuels

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

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

II. Justification des appréciations

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

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

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

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

III. Vérifications et informations spécifiques

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

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

Fait à Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 11 mars 2015

Les commissaires aux comptes

CONSTANTIN ASSOCIÉS



Stéphane Collas
Associé



Pascal Pincemin
Associé

MAZARS



Gilles Dunand-Roux
Associé

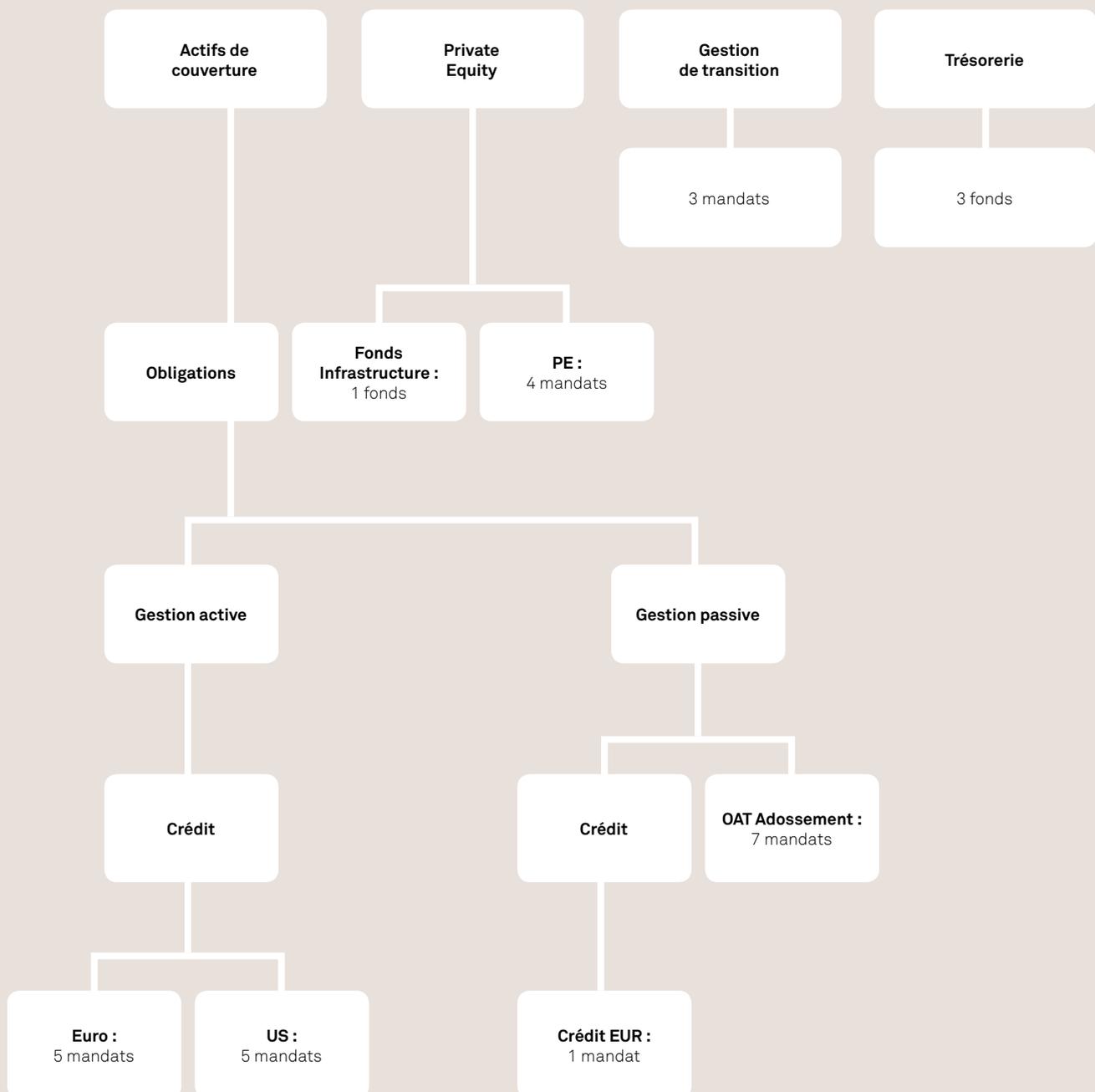


Pierre Masiéri
Associé

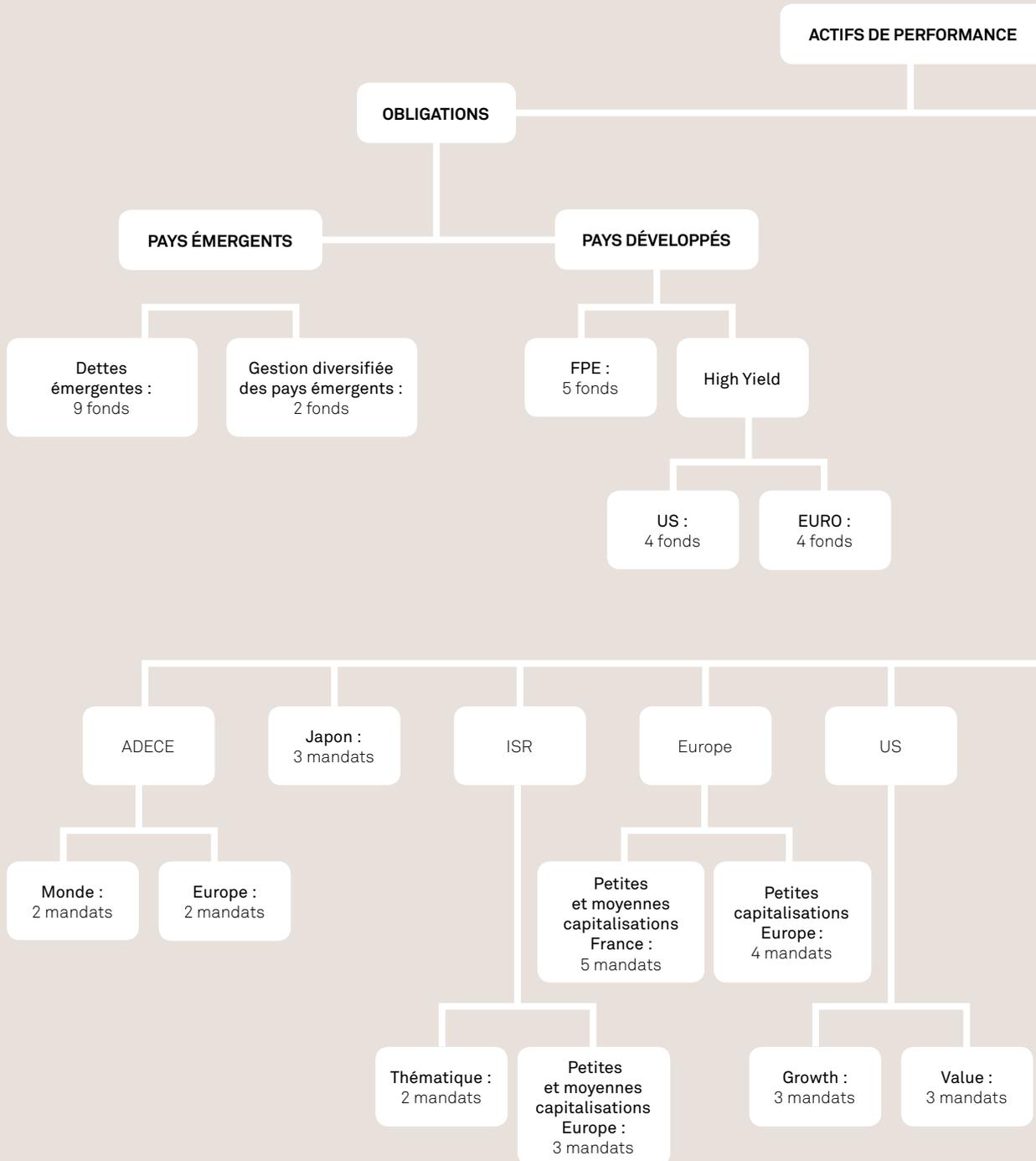


CARTOGRAPHIE DU PORTEFEUILLE DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2014

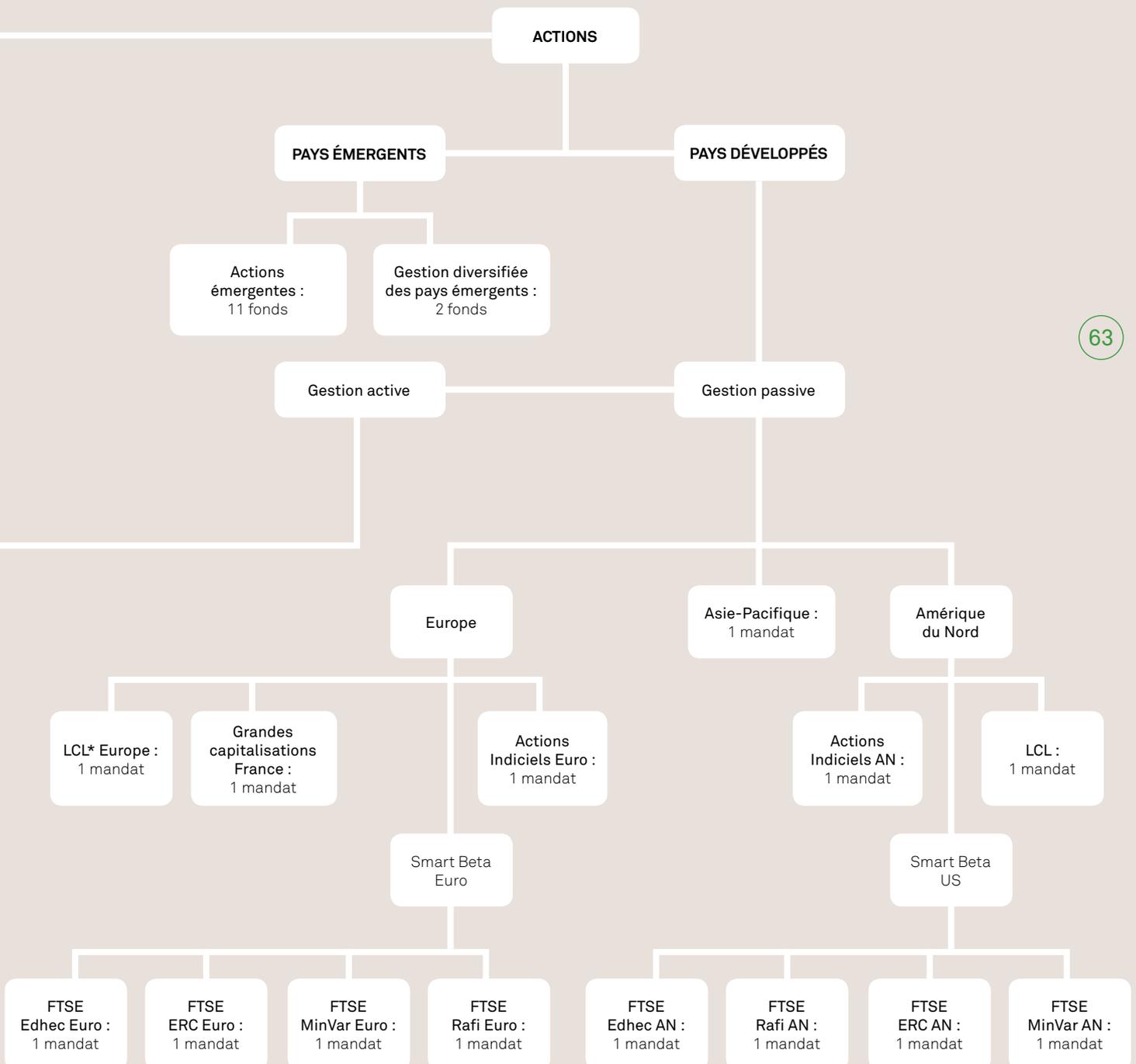
ACTIFS HORS ACTIFS DE PERFORMANCE



ACTIFS DE PERFORMANCE



* LCL : Low Carbon Leaders.



SOCIÉTÉS DE GESTION SÉLECTIONNÉES PAR LE FRR AU 31 DÉCEMBRE 2014⁽¹⁾

2005FRR05

PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

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

2009FRR02

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

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

2009FRR02

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

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

2010FRR04

GESTIONNAIRE « OVERLAY »

- State Street Global Advisors (France)

2010FRR05

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

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

2010FRR05

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

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

2011FRR01

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

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

2011FRR01

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

- Amundi
- BNP Paribas Asset Management

2011FRR02

MANDATS DE GESTION PASSIVE – INDICE MATIÈRES PREMIÈRES

- BNP Paribas Asset Management

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

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

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

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

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

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

- BNP Paribas Asset Management
- Kleinwort Benson Investors

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

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

2012FRR03
GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2013FRR05
MANDATS DE GESTION ACTIVE –
ACTIONS JAPONAISES

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

.....

APPELS D'OFFRES EN COURS AU 30 AVRIL 2015

2014FRR02
MANDAT DE RÉPLICATION INDICIELLE

2014FRR03
MANDAT DE GESTION «OVERLAY»

2014FRR04
ATTRIBUTION DES MANDATS DE
COMMISSAIRES AUX COMPTES DU FRR

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

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

.....



Conception et réalisation : **avantgarde**

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



56, rue de Lille – 75007 Paris
tél. : 33 (0)1 58 50 99 12
www.fondsdereserve.fr
Twitter : @FondsdeReserve