



LE FRR, UN INVESTISSEUR PUBLIC DE LONG TERME RESPONSABLE



SOMMAIRE

PRÉAMBULE

- 03** Le mot de la Présidente du Conseil de Surveillance et du Directoire
- 06** Chiffres clés

RETOUR SUR L'ANNÉE

- 08** Le FRR dans son environnement économique
- 18** Un portefeuille diversifié pour maîtriser les risques
- 32** La responsabilité au cœur de la gestion financière du FRR
- 64** L'impact du FRR sur son éco-système
- 74** Gestion et maîtrise des risques
- 86** Organisation et coûts
- 88** Gouvernance du FRR
- 94** Cartographie du portefeuille
- 98** Prestataires du FRR

ÉLÉMENTS FINANCIERS

- 105** Synthèse financière et comptable
- 106** Bilan au 31/12/2022
- 108** Compte de résultat au 31/12/2022
- 110** Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2022
- 129** Rapport général des commissaires aux comptes

Le mot de la Présidente du Conseil de Surveillance et du Directoire

2022, une année marquée par une forte hausse de l'inflation et des taux d'intérêt

L'année 2022 a été marquée par un changement complet de la tonalité des banques centrales, dont les anticipations optimistes sur le retour de l'inflation dans ses limites ont été complètement déjouées.

Ainsi les tensions inflationnistes ont atteint des niveaux sans précédent depuis 40 ans. La guerre en Ukraine a constitué un choc d'inflation supplémentaire, particulièrement en Europe avec l'envol des prix du gaz et de l'électricité tandis qu'aux États-Unis la hausse des prix résultait encore principalement des politiques budgétaires beaucoup trop souples mises en place en réaction à la crise du Covid, conjuguées à une FED très accommodante.

Le constat des banques centrales qu'elles s'étaient trompées sur leur diagnostic de l'inflation s'est manifesté par le plus brutal relèvement des taux directeurs depuis le début des années quatre-vingt et la fin de l'ère des économies dopées aux taux zéro, voire négatifs, et au *quantitative easing*.

Dans ce contexte difficile le portefeuille du FRR a fait montre d'une certaine résilience

L'année 2022 se termine sur un recul de 4,7 Md€ de l'actif total du FRR, à 21,4 Md€, dont -2,1 Md€ correspondant au paiement annuel à la CADES et -2,6 Md€ d'effet marché, soit une performance négative de -10,03 %.

Au terme de cet exercice, la performance annualisée du FRR, calculée depuis le 1^{er} janvier 2011, s'établit à 3,4 % et permet une création nette de valeur pour les finances publiques de 11,3 Md€.

Les actifs risqués cotés (environ 60 % du total dont une moitié de risque actions pur, le reste étant principalement composé d'actions couvertes par des options, de crédit à haut rendement et de dette des marchés émergents) ont produit une performance estimée par les indices représentatifs de -12 % tandis que les actifs dits de couverture (OAT et crédit de bonne qualité) affichent une performance négative de -13,3 % du fait de la remontée des taux d'intérêt.



SANDRINE LEMERY

Présidente du Conseil de Surveillance

Le rebond de la performance relative des actions value par rapport aux actions croissance, qui s'était amorcé en 2021, s'est fortement accentué en 2022. Les actions américaines, lourdement pondérées sur le style croissance et en valeurs technologiques en particulier, ont beaucoup plus souffert que les marchés typés value, comme la zone euro et le Japon. Les actions de petite capitalisation se sont moins bien comportées que les indices de grandes valeurs en 2022, comme déjà en 2021.

Une contribution majeure des actifs non cotés à la performance du FRR en 2022

Les actifs non cotés, autorisés par trois plans successifs (à partir de 2013 pour la dette non cotée; 2015 pour le programme

« Les actifs non cotés du FRR ont procuré un surcroît de rendement exceptionnel. »



ÉRIC LOMBARD
Président du Directoire

de 2,2 Md€ et encore 1 Md€ en 2020 en incluant l'enveloppe de 250 M€ pour le volet *late stage* de l'initiative Tibi) répondent bien à nos attentes avec en particulier une bonne contribution au financement de l'économie, une diversification du portefeuille et une captation de primes de liquidité.

Le montant effectivement investi à fin 2022 en actifs non cotés (somme des montants effectivement appelés nets des distributions en principal et majorés des réévaluations nettes) était de 2.9 Md€, soit 13,7 % du total des actifs du FRR.

Les actifs non cotés du FRR ont procuré un surcroît de rendement exceptionnel par rapport aux actifs cotés supérieur à 600 M€ soit près de 2,5 points de rendement pour l'ensemble du portefeuille du FRR. Alors que les indices des actifs cotés représentatifs de nos actifs non cotés chutaient de 12 % en 2022, notre portefeuille de non coté a apporté un rendement positif de l'ordre de 9 %.

Une telle surperformance de 21 % n'est évidemment pas reproductible chaque année mais elle traduit la bonne santé d'ensemble du portefeuille d'actifs non cotés du FRR et vient récompenser les choix de long terme effectués par la gouvernance et les équipes du FRR.

L'infrastructure (encours de 535 M€ fin 2022) a fourni des performances particulièrement remarquables et a en outre largement contribué aux objectifs d'impact social et environnemental. Le capital investissement (*private equity*), l'immobilier et la dette non cotée ont tous également contribué positivement.



OLIVIER ROUSSEAU

Membre du Directoire

Investisseur responsable, le FRR a encore renforcé son alignement avec les objectifs gouvernementaux et européens de financement de la transition écologique et énergétique.

La démarche du FRR s'inscrit en parfaite cohérence avec la volonté des pouvoirs publics d'investir dans le domaine d'une transition énergétique juste prenant en compte la dimension sociale de cette mutation majeure.

Ainsi en 2022, le FRR a attribué 3 mandats de gestion d'actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris intégrant une réduction de 50 % des émissions de CO₂ par rapport à l'indice de référence et 3 mandats d'obligations d'entreprises de bonne qualité en dollars avec une réduction de 40 % des émissions de CO₂ par rapport à l'indice de référence.

À l'horizon 2025, l'objectif du FRR est de réduire de 20 % (après une baisse de près de 40 % pendant la décennie précédente) l'empreinte carbone de son portefeuille depuis 2019 conformément aux engagements pris dans le cadre de la Net Zero Asset Owner Alliance.

« À l'horizon 2025, l'objectif du FRR est de réduire de 20 % (après une baisse de près de 40 % pendant la décennie précédente) l'empreinte carbone de son portefeuille depuis 2019. »

Cette approche sera appliquée en 2023 aux mandats de gestion d'obligations d'entreprises à haut rendement en dollars et d'actions petites et moyennes capitalisations européennes dont les appels d'offres sont en cours, ainsi qu'aux mandats d'actions de petites et moyennes capitalisations françaises et actions américaines dont les appels d'offres seront lancés courant 2023.

Le FRR renouvellera aussi ses prestataires de recherche ESG et Environnement-Climat en 2023 dont la recherche est utilisée pour la sélection et le suivi de ses gestionnaires ainsi que des rapports réglementaires et ESG sur ses portefeuilles.



YVES CHEVALIER

Membre du Directoire



CHIFFRES CLÉS

21,3

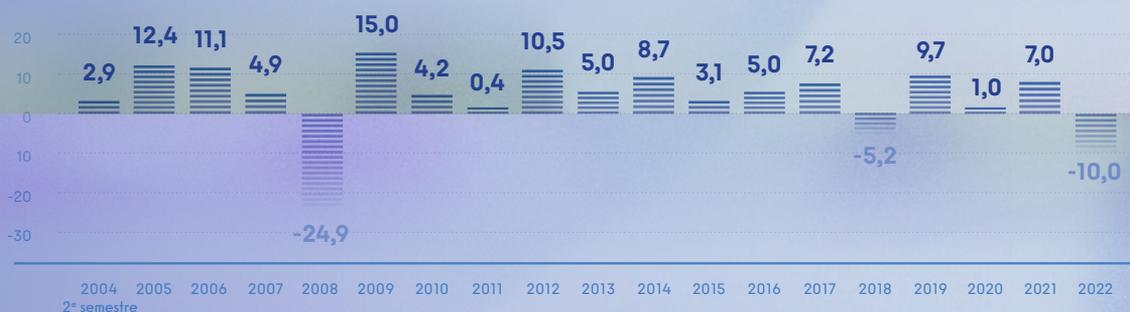
MILLIARDS D'EUROS

Montant des actifs
du FRR au 31/12/2022

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FRR AU 31/12/2022 (EN MILLIARDS D'EUROS)



PERFORMANCE ANNUELLE NETTE DU FRR (EN %)



Performance 2022
nette de frais



Performance
annualisée de l'actif
depuis juin 2004



Performance annualisée
de l'actif depuis
décembre 2010¹

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

LE FRR DANS SON

PARTIE 1

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

BILAN ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

● ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS

En 2022, le scénario anticipé de poursuite d'une forte reprise cyclique, permise par la modération du risque sanitaire, a été compromis par **une série de chocs qui a accru les tensions inflationnistes, détérioré la confiance et pesé sur la croissance mondiale**. En grande partie à cause de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais aussi de la persévérance de la Chine dans sa stratégie « zéro Covid », les tensions

sur les approvisionnements et la hausse des prix des matières premières ont été exacerbées. Les banques centrales, tant dans les économies développées qu'émergentes, ont été contraintes d'entreprendre un resserrement rapide de leur politique monétaire pour lutter contre une inflation qui n'a cessé de surprendre à la hausse. Face à ces vents contraires, **la croissance mondiale a nettement ralenti en 2022 et s'établirait à +3,4 %** (après +6,0 % en 2021), d'après les estimations du FMI, tandis que l'inflation mondiale atteindrait +8,8 % en moyenne annuelle (après +4,7 % en 2021).

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



● Monde ● Économies avancées ● Économies émergentes et en développement

En Chine, le maintien de la politique « zéro Covid » a de nouveau fortement pesé sur la consommation des ménages et conduit à une croissance en net retrait par rapport à l'objectif initial de +5,5 % du gouvernement chinois. Celle-ci a tout juste atteint +3,0 % en 2022 contre +8,4 %

en 2021. Par ailleurs, les efforts des autorités pour relancer le crédit et soutenir la demande intérieure via l'accroissement des dépenses d'infrastructures n'ont pu compenser le ralentissement marqué du secteur immobilier, toujours soumis à de fortes contraintes réglementaires.

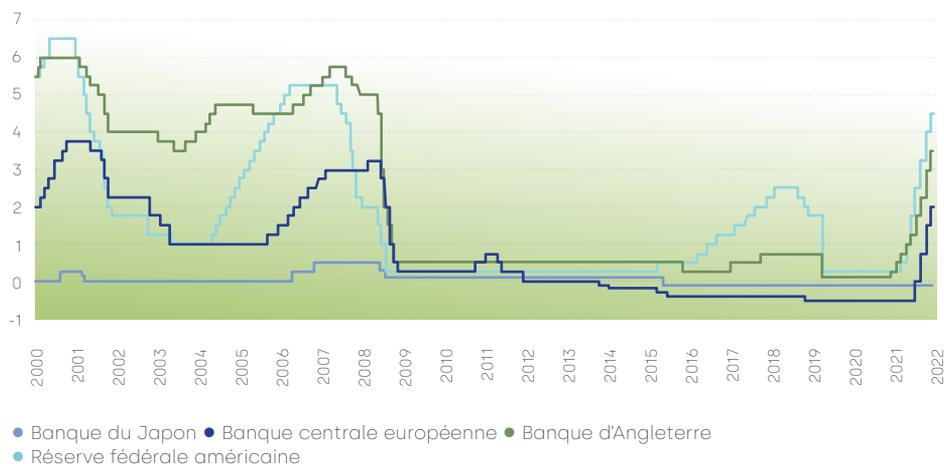
CHINE : CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN %) – Source : National Bureau of Statistics



Après un vif rebond en 2021 (+5,4 %), **les économies avancées ont crû au rythme plus modéré de +2,7 % en 2022**. L'inflation, déjà élevée fin 2021, s'est encore accélérée sous l'effet de chocs d'offres négatifs mettant à l'épreuve la résilience du secteur privé. **Les banques centrales ont mis fin aux politiques monétaires accommodantes et relevé de façon agressive leurs taux directeurs**, à l'exception de la Banque du Japon. Ce revirement rapide, visant à assurer l'ancrage des anticipations d'inflation, a également

été rendu nécessaire par la forte montée des tensions sur le marché du travail, en particulier dans les économies du monde anglophone. Dans ce contexte marqué par un resserrement rapide des conditions financières, une inflation persistante et un risque géopolitique élevé dû au conflit en Ukraine, **les craintes de récession ont dominé une majeure partie de l'année 2022** avant de s'estomper face au constat de résilience des économies.

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES : ÉTATS-UNIS, ZONE EURO, ROYAUME-UNI, JAPON (EN %) – Source : Fed, BCE, BoE et BoJ



Aux États-Unis, l'activité a enregistré deux trimestres de contraction modérée début 2022 (-0,4 % au 1^{er} trimestre puis -0,1 % au 2^e trimestre), sous l'effet d'un fort creusement du déficit commercial et d'une diminution des stocks. Au second semestre, le retour à la croissance (+0,8 % au 3^e trimestre puis +0,7 % au 4^e) est dû à des facteurs volatiles, alors que la demande intérieure sous-jacente ressortait affaiblie. L'investissement privé a été plombé par la contraction du secteur de l'immobilier résidentiel, très sensible à la remontée des taux. La consommation privée a en revanche tenu, malgré l'érosion du pouvoir d'achat, grâce à la mobilisation de l'épargne excédentaire accumulée par les ménages durant la pandémie de Covid-19. Au total, l'économie américaine affiche une croissance de +2,1 % en 2022 (après +5,9 % en 2021).

Le marché du travail a continué de se tendre. La reprise de l'emploi s'est poursuivie avec un cumul de près de 4,6 millions

d'emplois non agricoles créés en 2022 et concentrés surtout dans les activités de services. Le taux de chômage est revenu sur ses bas niveaux d'avant la pandémie, autour de 3,5 %. La dynamique solide de l'emploi et la forte progression des salaires ont sans doute favorisé un retour dans la population active d'individus qui s'étaient volontairement retirés pour des motifs liés à la Covid-19. Le taux d'activité a ainsi légèrement progressé, passant de 61,7 % en 2021 à 62,2 % en 2022.

Les pressions inflationnistes se sont généralisées à toutes les composantes de l'indice des prix à la consommation. Au premier semestre, la forte hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que les tensions encore élevées sur les approvisionnements, ont mené l'inflation à un pic de +9,1 % en glissement annuel en juin 2022 (contre +7,5 % en janvier). La modération de ces facteurs dans la seconde moitié de l'année a permis de ramener l'inflation totale à +6,5 % fin 2022. Toutefois,

l'inflation sous-jacente n'a pas significativement ralenti et est restée proche de +6 %, soutenue par une accélération des composantes services malgré un retranchement des prix des biens hors énergie et alimentation. Dans ce contexte, et face à un marché du travail ne montrant pas de

signe d'essoufflement, la Réserve Fédérale a relevé le taux des fonds fédéraux de 0,25 % à 4,5 % à partir de mars 2022 et initié dans le même temps une mise en réduction de son bilan (au rythme mensuel de 45 Md\$ par mois à partir de juin 2022, puis 90 Md\$ à partir de septembre).

ÉTATS-UNIS : PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION (EN %) – Source : U.S. Bureau of Labor Statistics



En **zone euro**, les conséquences de la guerre en Ukraine ont fortement détérioré les conditions économiques, pesant sur la confiance des ménages et des entreprises et alimentant une inflation élevée et persistante. Toutefois, l'activité est demeurée résiliente au 1^{er} semestre 2022 (+0,6 % au 1^{er} trimestre et +0,9 % au 2^e trimestre), si bien qu'elle ralentirait de façon moins marquée qu'aux États-Unis sur l'ensemble de l'année (+3,5 % après +5,3 % en 2021). Les économies de la zone euro ont continué à

bénéficier d'un effet de rattrapage post-crise sanitaire, en particulier dans le secteur des services, ainsi que du soutien du plan de relance européen Next Generation EU et des mesures budgétaires destinées à protéger les ménages et les entreprises face à l'inflation. Face à la crise énergétique, la zone euro est entrée dans un régime de croissance faible au second semestre (+0,4 % au 3^e trimestre puis +0,0 % au 4^e) en évitant de peu la récession.

LE FRR DANS SON ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

Amplifiée par le conflit en Ukraine, la hausse des prix des matières premières a entraîné une accélération sans précédent des prix à la consommation, de +5,1 % en glissement annuel en janvier à un pic +10,6 % en octobre 2022, avant de ralentir légèrement à +9,2 % en décembre. Le prix du gaz, qui a connu de fortes fluctuations, a, en effet, atteint un point haut à 311 €/MWh la dernière semaine d'août avant de refluer significativement sur le reste de l'année. L'inflation sous-jacente a également accéléré, passant de +2,3 % en janvier

à +5,2 % fin 2022, en partie à cause de l'effet des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie, entraînant par ailleurs un rattrapage des salaires. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne a relevé son principal taux directeur de 2,5 points de juillet à décembre 2022 pour le porter à 2,0 %, et décidé de mettre fin à son programme d'achat d'actifs. Elle a également recalibré les conditions de ses opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO).

ZONE EURO : PROGRESSION ANNUELLE DE L'INFLATION (EN %) – Source : Eurostat



PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS DU FRR

● LES ACTIFS DE COUVERTURE ONT SOUFFERT DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

En raison des fortes hausses d'inflation, les taux 10 ans ont sensiblement augmenté en 2022, passant de 1,5 % à 3,9 % pour les taux américains, de 0,2 % à 3,1 % pour les taux français, et de -0,2 % à 2,6 % pour les taux allemands.

Ce phénomène a impacté très négativement la performance des obligations d'États et d'entreprises de bonne qualité à durée élevée en 2022.

Pour les obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en euros et en dollars, l'effet de la hausse des taux d'intérêt a été accentué par l'évolution défavorable des primes de risques. Elles ont évolué de 1 % en début d'année à 1,7 % en fin d'année pour les obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en euros et de 0,9 % à 1,3 % pour les obligations d'entreprises de bonne qualité libellées en dollars. En conséquence, ces classes d'actifs enregistrent des baisses significatives de -14 % et -12 % sur l'année respectivement.

TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS DES OBLIGATIONS SOUVERAINES DEPUIS 2000 (EN %)



- Obligations françaises
- Obligations allemandes
- Obligations italiennes
- Obligations du Royaume-Uni
- Obligations japonaises
- Obligations américaines

PERFORMANCE DES ACTIFS DE COUVERTURE SUR 2022 – 31/12/2022



● **TOUT COMME LES ACTIFS OBLIGATAIRES DE RISQUE INTERMÉDIAIRE**

Les performances des actifs de risque intermédiaire (obligations des pays émergents et d'entreprises à haut rendement) ont également été très négatives en 2022. Les obligations d'entreprises à haut rendement ont été affectées par la hausse des taux d'intérêt et des primes de risques. En effet, la peur d'une future récession et de défauts plus importants a fait augmenter la prime de risque des émissions en euros de 3,1 % à 4,9 % et celle des émissions en dollars de 2,8 % à 4,7 % en 2022. Néanmoins, les obligations d'entreprises à haut rendement ont bénéficié d'un portage avantageux et, pour l'instant, d'un taux de faillite contenu.

Les obligations des pays émergents en devises locales et en dollars ont également souffert en 2022. La hausse des taux souverains américains a pénalisé ces deux

classes d'actifs, et plus particulièrement les émissions en dollars car leur maturité moyenne est plus longue. De surcroît, les primes de risque des obligations d'entreprises à haut rendement en dollars ont également augmenté, de 3,3 % à 3,7 %. En conséquence, les rendements des émissions en devises locales se sont aussi accrus en 2022, de 5,7 % à 6,9 %.

Les devises des pays émergents n'ont pas eu d'impact significatif sur la performance annuelle de la classe d'actifs. Cependant, leur volatilité a été assez importante au cours de l'année. La performance de ces devises contre euro a été très positive jusqu'à l'été mais la tendance s'est inversée ensuite. Les variations les plus favorables sur l'année proviennent du réal brésilien (+12 %), et du peso mexicain (+12 %). En revanche, la lire turque s'est effondrée de -25 % et le peso argentin de -38 %. Les poids de ces deux pays au sein de l'indice ne sont pas très élevés, ce qui permet de contenir leur impact négatif.

PERFORMANCE DES ACTIFS DE RISQUE INTERMÉDIAIRE SUR 2022



● ET LES PRIMES DE RISQUE DES ACTIONS SE SONT AJUSTÉES

La corrélation entre les actions et les obligations s'est renforcée en 2022. En effet, afin de maintenir leur prime de risque érodée par la hausse des taux, les actions ont vu leur valeur fortement baisser en 2022, même si la magnitude diverge entre les régions. Les actions japonaises se sont le mieux comportées et affichent une performance de -3,9 %, contre -12,5 % pour les actions zone euro, -15 % pour les actions des pays émergents, et près de -20 % pour les actions américaines.

Composées de nombreuses entreprises exportatrices, les actions japonaises ont bénéficié de la dépréciation du Yen, de 130,9 Yen/Euro fin 2021 à 140,4 Yen/Euro fin 2022. De plus, la hausse de l'inflation a été moins préjudiciable pour cette région, puisqu'elle faisait face ces dernières années à une déflation persistante. Néanmoins, la faiblesse de

la conjoncture globale ne leur a pas permis d'achever l'année en territoire positif.

L'évolution des actifs russes et chinois explique principalement la mauvaise performance des actions des pays émergents. En Chine, les contraintes liées à la politique sanitaire, la faiblesse du secteur de l'immobilier et le ralentissement des échanges mondiaux ont freiné la reprise de l'activité économique. La valeur des actifs russes s'est effondrée en raison de l'entrée en vigueur des sanctions internationales visant la Russie, à cause du conflit en Ukraine.

Aux États-Unis, le resserrement de la politique monétaire (pour contrer l'envolée de l'inflation) et la hausse très importante des taux longs ont eu un impact très négatif sur les marchés actions. Le biais « croissance » inhérent à la zone (notamment via la forte pondération du secteur technologique) a beaucoup souffert de ce changement de paradigme, car les résultats futurs, quoique attendus en

LE FRR DANS SON ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

hausse, sont désormais actualisés à des taux bien plus élevés. Le spectre d'une récession et la crainte d'une chute des résultats des entreprises ont ainsi fait baisser les marchés boursiers à près de -20 % par rapport à fin 2021.

En zone euro, la forte hausse de l'inflation est majoritairement due à des contraintes sur l'offre en 2022, tels que la hausse des prix de l'énergie provoquée par la nécessité de trouver une alternative au gaz russe et

d'assurer les stocks pour l'hiver. La hausse des taux qui en a résulté et les peurs du marché sur les augmentations de coûts des entreprises ont constitué un terreau très défavorable à la progression des marchés boursiers. Cependant, les résultats des entreprises européennes se sont finalement bien tenus (+23 % en 2022) et, au dernier trimestre, l'éloignement des risques de pénuries énergétiques a même permis au marché de rebondir (+13 %).

PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS SUR 2022



UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ

PARTIE 2

POUR MAÎTRISER LES RISQUES

LA SITUATION PATRIMONIALE DU FRR N'A PAS SOUFFERT EN 2022 !

● LA MARGE DE COUVERTURE DU PASSIF EST QUASIMENT STABLE EN 2022

Depuis fin 2010, le passif était constitué de 14 versements annuels de 2,1 Md€, de 2011 à 2024. Cependant, en raison de la crise sanitaire, la situation patrimoniale du FRR a été chamboulée en 2020 par la demande de paiement de la soulte CNIEG (environ 5 Md€) et par le rajout au passif du FRR de 9 versements annuels de 1,45 Md€, de 2025 à 2033. Ceci a mécaniquement fait augmenter le passif de plus de 13 Md€ en 2020 et fait plonger la Marge de Couverture du Passif (Actif – Passif) à 3 Md€. Cependant, de mi-2020 à fin 2021,

celui-ci s'est sensiblement redressé jusqu'à atteindre 6,7 Md€.

En 2022, la Marge de Couverture du Passif a oscillé entre 5 Md€ et 6,8 Md€ et a fini à 6,4 Md€, en baisse de seulement 0,3 Md€ sur l'année. En effet, en raison de la forte remontée des taux d'intérêt, la baisse du passif (en %) a été plus forte que celle de l'actif. En montant, l'actif n'a donc que légèrement plus perdu que le passif.

Les objectifs de **long terme** du FRR n'ont donc pas souffert en 2022. Au contraire, ils peuvent être revus à la hausse, car la remontée subite des taux d'intérêt permettra un portage plus élevé dès maintenant sur la Marge de Couverture du Passif.

MARGE DE COUVERTURE DU PASSIF (MDE)



● LES GRANDES DÉCISIONS DE GESTION DU FRR EN 2022

Les grandes décisions de gestion du FRR en 2022 ont conduit à l'évolution du portefeuille suivante entre fin 2021 et fin 2022.

Trois principaux éléments ont contribué à faire évoluer le portefeuille en 2022 :

L'allocation stratégique 2022

Le poids des actifs de performance a augmenté de plus de 6 % dans le portefeuille, de 61,4 % à 67,6 %. Cela reflète leur hausse de 10 % dans l'allocation stratégique 2022, surtout à travers les actions (+5 %) et les obligations d'entreprises à haut rendement (+4,5 %). Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement en dollars ne seront activés qu'en mars 2023. Le reste de la hausse des actifs de performance décidée dans l'allocation stratégique sera alors matérialisé dans le portefeuille.

La hausse de 10 % du poids des actifs de performance dans l'allocation stratégique 2022 a été motivée par le niveau élevé des primes de risque de ces actifs début 2022, en raison notamment des perspectives moroses sur les obligations d'entreprises de bonne qualité. De plus, en 2022, le FRR avait encore 11 ans jusqu'à la fin de son passif et pouvait compter sur l'effet de retour à la moyenne observé historiquement sur les actifs de performance. Enfin, sa Marge de Couverture du Passif de départ permettait d'assumer des pertes de court terme sans risquer d'hypothéquer le paiement des engagements au passif.

La hausse du poids des actifs de performance dans l'allocation stratégique 2022 a permis d'améliorer la performance du FRR d'environ 0,2 % au 2nd semestre 2022. Depuis 2010, leur poids dans l'allocation

stratégique est passé de 40 % à 70 %. D'année en année, il a soit été maintenu soit été revu à la hausse, sauf en 2019 (-5 %), avant la crise du Covid-19.

La gestion tactique

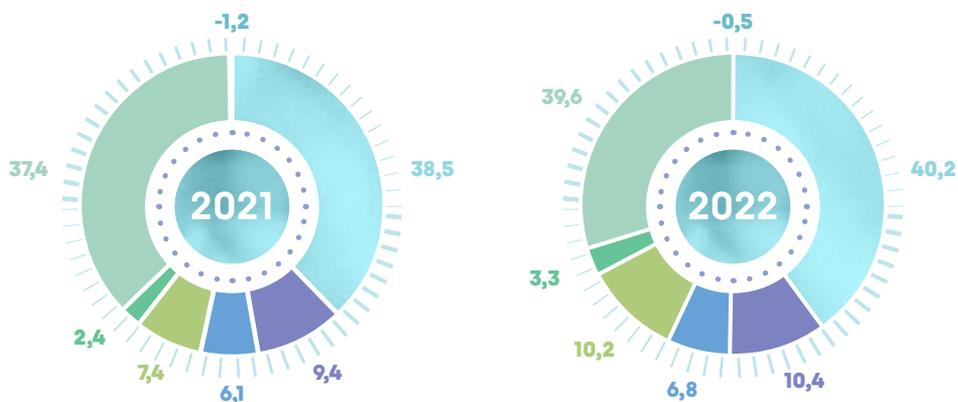
La gestion tactique n'a pas généré d'effet significatif en 2022. Elle a bénéficié de la surpondération des actions européennes, qui ont fortement rebondi au 4^e trimestre, et de la sous-pondération des actions américaines. Afin de gérer le risque de marché, le FRR a renforcé ses couvertures en options, notamment sur actions européennes après des phases de hausse. Ainsi, le poids des actions couvertes a augmenté d'environ 11 % (de 8,9 % à 19,7 %), alors que celui des actions européennes non couvertes a baissé de 10 %. En revanche, le FRR a pâti de sa surexposition aux petites capitalisations européennes, qui ont souffert contre les grandes capitalisations en 2022.

Les actifs non cotés

Le poids des actifs non cotés a augmenté de près de 4 %, même si les appels de fonds nets n'ont été qu'à peine positifs en 2022. En réalité, cette hausse est surtout due à la baisse du montant des actifs cotés, sous l'effet des ventes réalisées pour payer les 2,1 Md€ dus à la CADES et en raison de leurs performances nettement négatives en 2022.

En effet, si, en 2022, quasiment aucun actif coté n'a offert de performances positives, les actifs non cotés du FRR ont dégagé une performance absolue moyenne d'environ +10 % ! Dans le même temps, leurs proxys en actifs cotés, déterminés de façon à exhiber un risque de long terme comparable, perdaient plus de -12 %. En conséquence, recourir à des actifs non cotés a permis de dégager environ +2,2 % de performance de mise en œuvre en 2022.

UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ POUR MAÎTRISER LES RISQUES



- Actions
- Obligations d'entreprises à haut rendement
- Obligations des pays émergents
- Actifs non cotés, part de performance
- Actifs non cotés, part de qualité
- Obligations de qualité
- Liquidités

ÉVOLUTION DU PORTEFEUILLE DU FRR DE 2021 À 2022

	Fin 2021	Fin 2022
Actions	38,5 %	40,2 %
<i>Actions européennes</i>	19,55 %	9,7 %
<i>Actions pays développés non européennes</i>	5,8 %	6,3 %
<i>Actions pays émergents</i>	4,25 %	4,5 %
<i>Actions pays développés couvertes en options</i>	8,90 %	19,7 %
Obligations d'entreprises à haut rendement	9,4 %	10,4 %
Obligations des pays émergents	6,1 %	6,8 %
Actifs non cotés, part de performance	7,4 %	10,2 %
<i>Actifs de performance</i>	61,4 %	67,6 %
Actifs non cotés, part de qualité	2,4 %	3,3 %
Obligations de qualité	37,4 %	29,6 %
<i>Adossement au passif</i>	9,7 %	9,2 %
<i>Obligations d'États développés</i>	0,0 %	0,0 %
<i>Obligations d'entreprises de qualité</i>	27,7 %	20,4 %
Liquidités	-1,2 %	-0,5 %
<i>Actifs obligataires de qualité</i>	38,6 %	32,4 %

Contribution exceptionnelle du non coté à la performance 2022

Les actifs non cotés détenus par le FRR sont issus de 4 enveloppes consécutives (1,1 Md€ pour la dette privée depuis 2013, 2,2 Md€ pour un programme multi-actifs depuis 2015, 750 M€ supplémentaires en 2020 et 250 M€ au titre de l'initiative « Tibi »). À fin 2022, ils étaient engagés à hauteur de 4 208 M€ soit la quasi-totalité des programmes, et ils étaient appelés à hauteur de 3 395 M€ au travers de 57 fonds.

Alors que la performance de tous les actifs cotés du portefeuille était négative en 2022, les actifs non cotés du portefeuille ont contribué en absolu à la performance du FRR à hauteur de +1,2 %. Ayant eu un poids moyen de 12 % dans le portefeuille au cours de l'année, leur performance absolue a été d'environ +10 % au global alors que les actifs de performance cotés ont enregistré un recul de -12 % et les actifs de couverture une baisse de -13,3 %.

Ces actifs ont ainsi surperformé les indices de l'allocation stratégique de 22 %, avec un écart de performance de +604 M€ par rapport à leurs proxys cotés. En d'autres termes, cela signifie que si le FRR n'avait pas eu d'actifs non cotés en 2022 mais uniquement des actifs cotés rapportant la performance des indices de l'allocation stratégique, il y aurait eu 604 M€ de moins d'actifs nets à fin 2022 et une performance annuelle de l'ordre de -12,5 % au lieu de -10,0 %.

Les valorisations des actifs non cotés présentent notamment des décalages de valorisations² ou des lissages des performances. La chute des marchés financiers cotés ne se retrouve ainsi pas mécaniquement dans la dernière valorisation connue des actifs non cotés, créant un décalage et

un lissage de performance observés dans ceux-ci. Ce biais explique une partie de la surperformance des actifs non cotés par rapport à leur proxy, et pourrait jouer dans le sens inverse si les marchés rebondissent sensiblement en 2023. Cependant, **il s'avère aussi que la plupart des actifs non cotés en portefeuille en particulier en capital investissement et infrastructures ont bien résisté au contexte difficile et ont vu leur valorisation progresser au cours de l'année.**

Parfois, les actifs non cotés peuvent également réagir différemment de leurs proxys à long terme pour des raisons structurelles. Par exemple, la dette privée en portefeuille comporte une grande part de taux variables n'ayant pas souffert de la hausse des taux, alors que son proxy de l'allocation stratégique n'est composé que de taux fixes.

En 2022, toutes leurs contributions ont été positives, mais le capital investissement et les infrastructures se sont particulièrement distingués. Le capital investissement a rapporté 0,3 % de performance au FRR et les infrastructures +0,6 %, alors que ces dernières ne représentent que 2 % du portefeuille ! L'infrastructure (encours de 535 M€ fin 2022) a fourni des performances particulièrement remarquables et a en outre largement contribué aux objectifs d'impact social et environnemental.

Une telle surperformance n'est évidemment pas reproductible chaque année mais elle traduit la bonne santé d'ensemble du portefeuille d'actifs non cotés du FRR et vient récompenser les choix de long terme effectués par la gouvernance et les équipes du FRR.

2. On ne connaît la valeur liquidative des fonds non cotés qu'avec un décalage de 45 à 60 jours compte tenu des délais pour les auditer. Entre deux dates de publication, le FRR corrige uniquement la dernière valorisation connue des appels de fonds et des distributions survenues depuis

Quelques sorties emblématiques du portefeuille sur les infrastructures et le capital investissement

Sorties du portefeuille Infrastructures

Pour information seulement, ce texte a été rédigé en accord avec les équipes de gestion de Quaero Capital.

Parmi les réalisations récentes de fonds Infrastructures dans lesquels le FRR est investi, il est possible de relever deux cessions effectuées par le fonds Quaero European Infrastructure Fund I. Ainsi, le 28 décembre 2022, Quaero Capital a vendu sa plateforme Télécom composée de deux participations : les sociétés de projet Rosace et Losange dont la mission était de déployer et d'exploiter des réseaux à très haut débit à travers les zones rurales de la Région Grand Est pour une période de 30 à 35 ans.

Ces infrastructures répondent à plusieurs Objectifs de Développement Durable, dont l'ODD 10 relatif à la réduction des inégalités dans de nombreux quartiers prioritaires et dans des zones rurales jusque-là dépourvues d'accès de qualité à l'internet. Ces deux projets sont en effet venus marquer les territoires desservis, en permettant de les raccorder au très haut débit, leur donnant ainsi accès à une large variété de services numériques désormais indispensables à l'enracinement des populations comme au maintien d'une activité économique dynamique et prospère.

Au total, entre Rosace et Losange, plus de 4 100 communes rurales sont désormais raccordées à la fibre optique. 550 000

foyers ont déjà souscrit à la fibre optique sur ces réseaux à fin 2022, soit plus de 1 million de personnes couvertes, pour un potentiel à terme supérieur à 3 millions de personnes.

Cette double sortie permet à elle seule de rembourser l'intégralité des engagements appelés auprès des investisseurs de ce fonds.

Sorties du portefeuille capital investissement

En 2022, de belles sorties ont été réalisées au sein des mandats de capital-innovation et de capital-développement/transmission, à l'instar de la participation Metaline, au sein du mandat géré par Isatis Capital. **Deux ans après la prise de participation en 2020, cette société spécialisée dans l'info-gérance a triplé de taille** sous l'effet d'une croissance organique soutenue, couplée à une stratégie offensive de croissance externe. Au total, ce sont sept acquisitions réussies en 5 ans et un important travail d'intégration pour former un groupe cohérent de près de 800 personnes atteignant 60 M€ de chiffre d'affaires. Cette histoire symbolise ainsi la capacité des gérants sélectionnés par le FRR à accompagner les dirigeants dans leurs problématiques de structuration, leur politique de croissance externe et leur bonne intégration. Fin 2022, le groupe a ainsi fait évoluer son capital et sa gouvernance pour préparer la poursuite de son développement.

UN PORTEFEUILLE DIVERSIFIÉ ET FOCALISÉ SUR LE LONG TERME

● UN PROCESSUS D'ALLOCATION D'ACTIFS FIN ET ROBUSTE

Les études sur l'allocation d'actifs sont réalisées par le Département Allocation d'Actifs qui présente ses études au Directoire et lui permet d'élaborer ses recommandations au Conseil de Surveillance.

L'allocation stratégique de long terme est révisée tous les ans après consultation des différentes parties présentes au Conseil de Surveillance et validation de celui-ci. Les études se basent en premier lieu sur deux scénarios macro-économiques de

long terme élaborés par une économiste en interne : un scénario de référence se rapprochant du consensus, et un scénario dégradé. Les prévisions portent in fine sur la croissance du PIB, le taux de chômage, l'inflation sous-jacente et totale ainsi que sur les croissances de bénéfice des actions, en France et aux États-Unis. Des marges d'incertitude sont laissées autour de chaque scénario. Enfin, **en 2022, pour la première fois au FRR, des scénarios climatiques ont été étudiés pour être pris en compte dans les scénarios macro-économiques** impliquant un impact important sur les variables macro-économiques et les prévisions financières qui en découlent.

Focus sur les scénarios climatiques choisis par le FRR

Les investisseurs, engagés à décarboner leur portefeuille pour faciliter la transition énergétique et écologique (TEE), sont également amenés à s'intéresser de façon plus systématique à l'impact du changement climatique sur le cadre économique dans lequel ils investissent. Le FRR a entrepris récemment de prendre en compte des scénarios climatiques pour élaborer son allocation stratégique de long terme. Cet exercice s'appuie sur le cadre conçu par le Réseau des banques centrales pour le

verdissement du système financier (NGFS) et devenu largement répandu auprès des institutions financières.

Depuis 2020, le NGFS publie des scénarios climatiques de référence reprenant certaines caractéristiques des trajectoires d'atténuation et d'adaptation évaluées par le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC). Ces scénarios représentatifs combinent de différentes façons le risque de transition

(découlant des politiques climatiques et des évolutions technologiques) et le risque physique (lié aux dommages causés par le changement climatique) et correspondent à six représentations « plausibles » du futur climatique. On y distingue quatre scénarios de transition bas carbone limitant le réchauffement climatique à 1,5 °C ou 2 °C à l'horizon 2100, et deux scénarios adverses d'impacts climatiques où l'augmentation de la température atteint 2,6 °C ou plus de 3 °C, en raison d'un *statu quo* ou de l'absence de transition. Les quatre scénarios qui prévoient le respect des engagements de l'Accord de Paris caractérisent à leur tour différentes situations de transition : « ordonnée » grâce à des politiques ambitieuses, anticipées et renforcées graduellement (scénarios « *Net zero 2050* » et « *Below 2 °C* »); ou « désordonnée » du fait de politiques introduites tardivement (scénario « *Delayed transition* ») ou de façon divergente entre les secteurs (scénario « *Divergent Net Zero* »).

L'évaluation des impacts économiques des scénarios climatiques fait appel à une suite de modèles : le risque de transition est modélisé à partir de trois modèles d'évaluation intégrée (IAM) utilisés par la communauté scientifique du GIEC (GCAM³, MESSAGEix-GLOBIOM⁴, REMIND-MagPIE⁵), le risque physique chronique est pris en compte à l'aide une fonction de dommages reliant les pertes de productivité aux hausses de température, tandis que le risque physique sévère est introduit à partir du calcul des dommages potentiels résultant d'événements climatiques extrêmes (cyclones, crues, inondations). Enfin, les impacts économiques à l'horizon 2050 sont estimés à l'aide du modèle macro-économé-

trique global NiGEM. Les résultats révèlent ainsi qu'au niveau mondial, le scénario tendanciel ou à politiques inchangées (scénario « *Current Policies* ») conduirait à une perte de PIB cumulée de près de 8 % à l'horizon 2050 et près de 20 % à la fin du siècle, entièrement liée à l'aggravation des risques physiques.

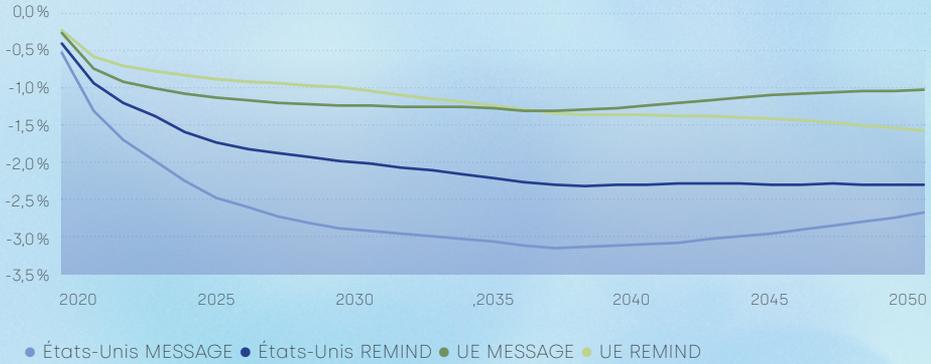
Parmi les scénarios de référence publiés par le NGFS, le FRR en a retenu deux qui semblaient pertinents au regard de l'horizon 2033 du passif : le scénario de transition ordonnée « *Below 2 °C* » et le scénario de transition retardée « *Delayed Transition* ». Si les effets de la transition et du changement climatiques demeurent sujets à d'importantes incertitudes, les travaux du NGFS mettent en évidence un impact modéré de la transition « *Below 2 °C* » sur la croissance et l'inflation, et plus limité en Europe qu'aux États-Unis. En effet, dans ce scénario, l'Europe subirait à l'horizon 2033 une perte de PIB cumulée de -1,1 % à -1,2 %, et les États-Unis de -2,1 % à -3,0 % suivant l'IAM utilisé. Dans le scénario « *Delayed Transition* », en revanche, la transition induirait des effets beaucoup plus importants en raison d'abord d'un choc de confiance négatif dû à l'impréparation des agents économiques, puis de la hausse rapide et marquée du prix du carbone après l'introduction des politiques climatiques à partir de 2030. De plus, la marge d'incertitude donnée par les modèles est grande : à l'horizon 2033, la perte cumulée de PIB serait ainsi comprise entre -2,2 % et -6,4 % en Europe, et -3 % et -9,4 % aux États-Unis. De même, l'impact inflationniste de la transition retardée pourrait être élevé, culminant en 2035 entre 0,8 et 3,2 points en Europe, et 1,2 et 4,5 points aux États-Unis.

3. Global Change Assessment Model.

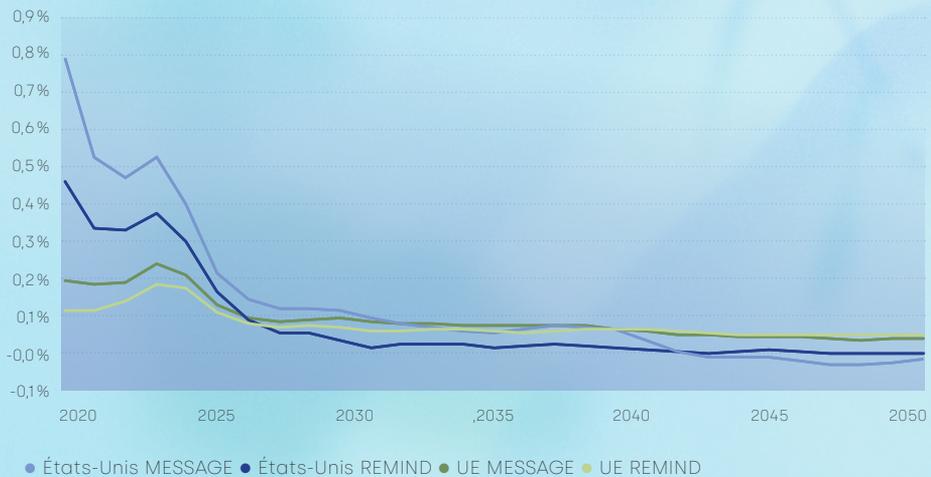
4. Model for Energy Supply Strategy Alternatives and their General Environmental Impact – Global Biosphere Management Impact.

5. Regional Model of Investments and Development – Model of Agricultural Production and its Impact on the Environment. National Institute Global Econometric Model.

**PERTE CUMULÉE DE PIB DANS LE SCÉNARIO BELOW 2 °C,
AVEC LES MODÈLES REMIND-MAGPIE ET MESSAGEIX-GLOBIOM**



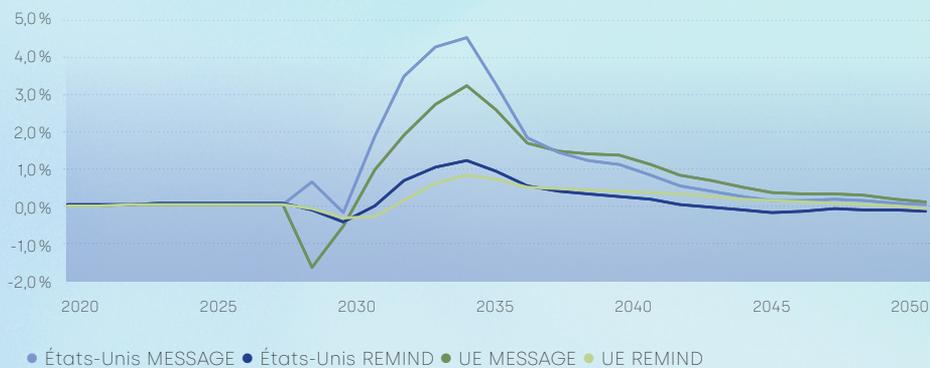
**IMPACT SUR L'INFLATION DANS LE SCÉNARIO BELOW 2 °C, AVEC LES MODÈLES
REMIND-MAGPIE ET MESSAGEIX-GLOBIOM**



PERTE CUMULÉE DE PIB DANS LE SCÉNARIO DELAYED TRANSITION, AVEC LES MODÈLES REMIND-MAGPIE ET MESSAGEIX-GLOBIOM



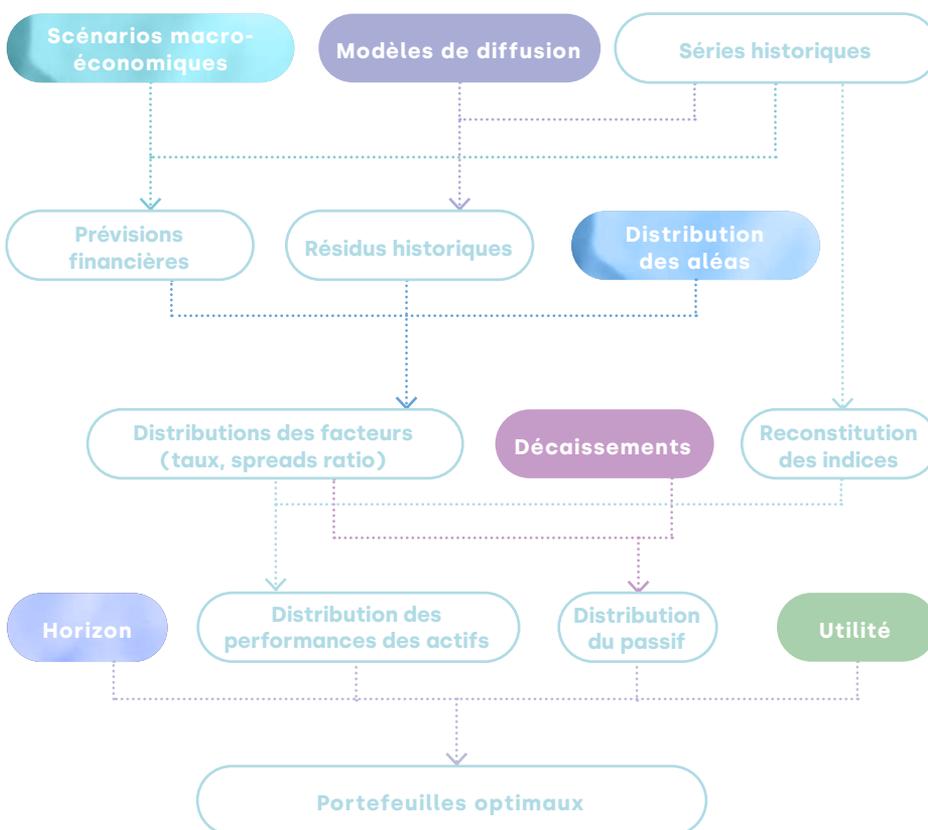
IMPACT SUR L'INFLATION DANS LE SCÉNARIO DELAYED TRANSITION, AVEC LES MODÈLES REMIND-MAGPIE ET MESSAGEIX-GLOBIOM



Les prévisions économiques des deux scénarios sont ensuite traduites en variables de marché par un stratège afin d'établir des évolutions moyennes et des incertitudes sur les taux courts et longs en France et aux États-Unis, les primes de risque des différents actifs obligataires, les valorisations des actions.

Deux ingénieurs financiers ajoutent à ces prévisions des aléas, déterminés grâce aux distributions historiques et des choix déterministes, et les injectent dans les modèles utilisés pour déterminer les distributions de différents facteurs. Ces modèles sont

notamment ceux de Diebold-Li sur les taux d'intérêt (basé sur les facteurs de Nelson Siegel), de Black-Karasinski sur les primes de risque et de Campbell-Shiller sur les actions. Les distributions des facteurs serviront enfin à obtenir des distributions sur les performances des classes d'actifs. Conjuguées à la situation patrimoniale du FRR (actif et passif, horizon) et à son utilité (ses objectifs de gestion et son aversion au risque), elles déboucheront sur les portefeuilles optimaux présentés au Directoire et aux recommandations faites au Conseil de Surveillance.



Les cases colorées correspondent à des « Hypothèses d'entrée »

Ces portefeuilles optimaux sont décomposés entre les différentes classes d'actifs du FRR, regroupées en deux groupes⁷ :

- les actifs de couverture, assez corrélés au passif, présentant une espérance de performance et un risque faibles (obligations d'État dont OAT adossées au passif, liquidités, obligations d'entreprises de bonne qualité en euros et en dollars) ; et
- les actifs de performance, présentant une espérance de performance et un risque élevés. Cette catégorie regroupe en réalité deux sous-groupes : les actions des pays développés et émergents d'une part, aux performances espérées les plus fortes, et les actifs de risque intermédiaire d'autre part (obligations d'entreprises à haut rendement, obligations des pays émergents, actions des pays développés couvertes par des options).

Les allocations stratégiques optimales permettent au FRR d'atteindre ses objectifs :

- assurer les paiements à la CADES : 2,1 Md€ par an de 2022 à 2024, puis 1,45 Md€ de 2025 à 2033. Le respect de cette mission impose une probabilité très basse, à long terme, de manquer de fonds. Grâce à l'allocation adoptée en 2022, ce risque devient très faible à long terme et même inférieur à 0,1 % à partir de 2027, grâce notamment à l'effet de « retour à la moyenne » observé sur les actifs de performance.
- obtenir une performance intéressante et notamment supérieure au coût de la dette française. La part importante (70 %) d'actifs de performance adoptée lors de l'allocation stratégique 2022 répond à cette ambition. Depuis la mise en place du modèle de gestion actif-passif fin 2010, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire pour l'État (par rapport au coût de sa dette) de 11,3 Md€ au 31/12/2022.

Enfin, le FRR superpose à son allocation stratégique des paris tactiques, décidés par le Directoire sur la base des prévisions macro-économiques et de marché à un horizon de court/moyen terme. Le département travaille également sur le développement d'outils quantitatifs d'aide à la gestion tactique. Les paris tactiques sont le plus souvent mis en œuvre via des produits dérivés grâce aux gestionnaires overlay du FRR supervisés par un directeur d'investissement overlay.

Une mise en œuvre de l'allocation extrêmement diversifiée

Sélection des indices

La sélection de tous les indices est également réalisée selon les recommandations du Département Allocation d'Actifs.

Une part importante des investissements en actions des pays développés est réalisée via des gestions indicielles visant notamment l'alignement avec l'Accord de Paris. Tous les indices opposés aux gestions passives sur actions sont des « smart beta » non pondérés par les capitalisations. Leur but est d'atteindre, à moyen/long terme, une surperformance par rapport aux indices standards pondérés par les capitalisations.

Les autres investissements du FRR sont mis en œuvre grâce à des gestions actives. Les gestionnaires sélectionnés doivent apporter une surperformance à moyen/long terme par rapport à des indices de référence. Aujourd'hui, ceux-ci sont tous pondérés par les capitalisations et sélectionnés au sein du département selon leur méthode de construction, leur représentativité chez les gérants ou le coût pour le FRR.

7. Les actifs non cotés du FRR sont hybrides entre ces deux groupes.

• **Sélection des gérants**

Les investissements du FRR sont ensuite intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion, attribués par appels d'offres, ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. La sélection des prestataires est effectuée au sein du Département de Gestion Déléguée et de l'Investissement Responsable composé de 11 collaborateurs dont les missions sont de sélectionner les gérants afin d'implémenter les choix de l'allocation d'actifs, superviser les investissements et en rendre compte, définir et implémenter la politique ESG et enfin, gérer la trésorerie du FRR. Deux personnes spécifiquement dédiées au processus d'appel d'offres œuvrent aux côtés de 5 directeurs d'investissement spécialisés par classes d'actifs pour sélectionner les meilleures offres. Ils sont assistés de deux analystes de portefeuilles qui réalisent les analyses quantitatives sur les moteurs de performance et indicateurs de risques des portefeuilles et élaborent des reportings financiers et extra-financiers internes très pointus et d'un chargé de mission ISR pour évaluer les processus ISR des prestataires. Le département s'appuie sur l'ensemble des expertises du FRR.

Les analyses font ensuite l'objet d'un avis du Comité de Sélection des Gérants composé d'experts indépendants externes au FRR et présidé par un membre du Directoire.

Deux mandats de gestion particuliers transversaux ou « Overlay » permettent de couvrir le risque de change du FRR et, via des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres ou mettre en place des stratégies de couvertures optionnelles sur marchés réglementés.

Plusieurs classes d'actifs (dettes des pays émergents, actions des pays émergents, obligations d'entreprises à haut rendement, actifs non cotés, et gestion monétaire) font l'objet d'investissements via des OPC, principalement gérés selon une approche active.

Le portefeuille du FRR est composé à la fois de mandats de gestion de réplique indicelle et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante.

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 2022, les gestions actives représentent environ 59 % de l'actif net total du FRR et 65 % des investissements en actions.

L'activité des appels d'offres en 2022

L'année 2022 a été riche en termes d'actualités d'appels d'offres donnant lieu au lancement et à la finalisation de plusieurs appels d'offres importants pour la gestion du FRR.

Finalisations

Tout d'abord, en avril, le FRR a finalisé un appel d'offres ouvert en sélectionnant **deux prestataires de services d'investissement spécialisés dans la gestion des opérations de transition**. Leurs principales missions sont d'assurer certaines opérations d'investissement ou de désinvestissement nécessaires à la constitution ou la modification des portefeuilles gérés par les gestionnaires d'actifs. Elles visent à reconfigurer les portefeuilles selon les souhaits exprimés par les gestionnaires d'actifs du FRR, afin de réduire l'ensemble des coûts qui sont traditionnellement observés lors de telles opérations.

En mai, le FRR a ensuite finalisé la sélection de **trois gestionnaires de « mandats de gestion active responsable : obligations d'entreprises de bonne qualité émises en dollars »** référencé sur l'indice « Bloomberg Barclays US Intermediate Corporate » pour un montant indicatif de 2,5 Md€.

Lancements

En outre, le FRR a lancé, en janvier 2022, une procédure pour la sélection d'un ou plusieurs gestionnaires pour une gestion active responsable de **mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars** et portant sur des actifs indicatifs de 1,5 Md€. Le marché porte sur la sélection au maximum de cinq gestionnaires capables de gérer de façon active des obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars face à l'indice de référence « ICE BofA US High Yield Constrained Index ». Pour cet appel d'offres, la sélection finale des gestionnaires est prévue pour janvier 2023.

Enfin, le FRR a par ailleurs lancé, en octobre 2022, un appel d'offres portant sur la sélection d'au maximum cinq gestionnaires en **gestion active responsable d'actions de petites et moyennes capitalisations européennes**. Cet appel d'offres restreint porte sur des actifs indicatifs de 450 M€. Pour ce dernier marché, la sélection finale des gestionnaires interviendra en fin d'année 2023.

LA RESPONSABILITÉ AU CŒUR



PARTIE 3

DE LA GESTION FINANCIÈRE DU FRR

POLITIQUE EN MATIÈRE DE DURABILITÉ

La prise en compte des critères de durabilité dans ses décisions de gestion est inscrite dans l'ADN du FRR. En effet, dès 2001, les textes fondateurs du FRR spécifient que « Le Directoire rend compte régulièrement au Conseil de surveillance et retrace notamment la manière dont les orientations générales de la politique de placement ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques ». Le Conseil de surveillance a requis un engagement fort du FRR dans le domaine de l'investissement responsable : en tant qu'investisseur public, instrument de solidarité entre les générations, le FRR se doit de montrer l'exemple en prenant en considération dans sa gestion les dimensions Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG).

Cette préoccupation se matérialise via une stratégie ISR et la volonté d'influer sur les entreprises dans lesquelles le FRR investit via de nombreuses actions d'engagement et l'adoption de lignes directrices de vote aux assemblées générales.

STRATÉGIE ISR

Pour mettre en œuvre son engagement d'investisseur responsable, le FRR a posé les premiers jalons à partir de 2003 puis l'a formalisé via des stratégies quinquennales caractérisées par des ambitions croissantes en matière de responsabilité et une volonté de progresser et d'accompagner les acteurs de son écosystème (sociétés de gestion, entreprises, fournisseurs d'indices, prestataires d'analyses extra-financières). Ces stratégies rassemblant les principes généraux, les objectifs concrets, les étapes et les moyens sont présentées par le Directoire

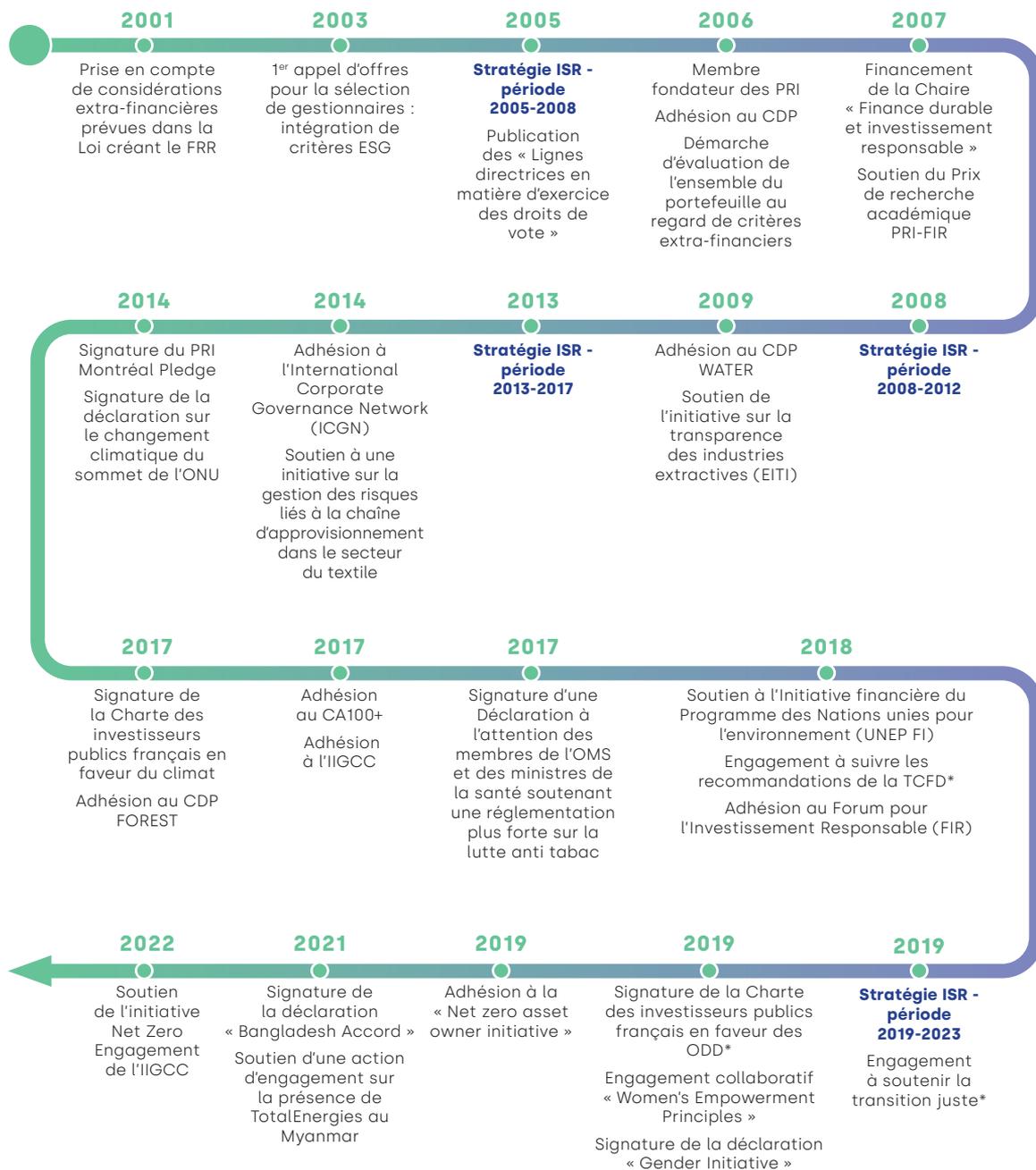
au Conseil de surveillance qui les approuve après avoir recueilli l'avis du Comité de l'Investissement Responsable chargé de veiller à la mise en œuvre des orientations définies par le Conseil pour prévenir et maîtriser les risques extra-financiers des portefeuilles du FRR.

Le FRR a ainsi mis en place progressivement les bases lui permettant de tenir compte, sur l'ensemble de son portefeuille, des critères de responsabilité Environnementale, Sociale et Gouvernementale dans le choix de ses gestionnaires d'actifs et des émetteurs dans lesquels ils investissent. Il a également mis en place une politique globale d'exercice de ses droits de vote.

Les 4 axes de la Stratégie ISR pour la période 2019-2023

1. Intégration des nouveaux référentiels (issus des meilleures pratiques et des évolutions réglementaires)
2. Extension de la dimension responsable des investissements
3. Accélération de la transition énergétique
4. Action sur l'écosystème de la gestion financière

Les principaux jalons



* ODD : Objectifs du Développement Durable.

* TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) : groupe de travail sur la transparence financière des risques liés au climat.

* Transition juste : prise en compte de la dimension sociale dans les décisions liées à la transition énergétique.

LES ENGAGEMENTS DU FRR

L'un des principaux moyens dont disposent les investisseurs institutionnels pour agir en faveur du développement durable, est d'exercer leur pouvoir d'influence vis-à-vis des émetteurs qu'ils contribuent à financer mais également vis-à-vis de leur écosystème. Partant de ce constat, le FRR est impliqué

depuis ses débuts dans de nombreuses actions d'engagement, tant à l'international qu'au niveau national. Il a été notamment fondateur de plusieurs d'entre elles, parmi les plus structurantes (PRI). De plus, le FRR a fait le choix de soutenir le dialogue avec les entreprises via des initiatives collaboratives, en collaboration avec ses gestionnaires de mandats et de fonds mais aussi, lorsque cela s'avère nécessaire, directement avec les entreprises.

Initiatives de portée globale	Initiatives portant sur les enjeux environnementaux	Initiatives portant sur les enjeux sociétaux	Initiatives portant sur les enjeux de gouvernance
 <p>Charte des Investisseurs Publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable</p>	   <p>Net-Zero Asset Owner Alliance</p>	 <p>Investor statement on the Bangladesh accord</p> <p>Statement on tobacco</p> <p>Gender initiative</p>	 
	<p>Charte des investisseurs publics français en faveur du climat</p>		

● INITIATIVES DE PORTÉE GLOBALE



PRI – 2005

Le FRR fait partie des membres fondateurs des « Principes pour un Investissement Responsable » de l'ONU.

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

Les PRI constituent un élément décisif dans l'essor de l'investissement responsable : fin 2022, les PRI comptaient plus de 5 300 signataires, représentant au total environ 113 000 Md € d'encours.

Charte des investisseurs publics français en faveur des Objectifs de Développement Durable (ODD) - 2019

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

Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) – 2018

Le Forum pour l'Investissement Responsable a été créé en 2001 à l'initiative de gestionnaires de fonds, de spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, de consultants, de syndicalistes, d'universitaires et de citoyens. Depuis, ils ont été rejoints par des investisseurs, dont le FRR en 2018.

Les objectifs du FIR sont de promouvoir l'Investissement Socialement Responsable (ISR), faire en sorte que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale, de développement durable.

● INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX



CDP - 2006

Soutenu par le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), le CDP est l'une des plus importantes initiatives internationales dans le domaine de l'environnement et du changement climatique. Soucieux d'une meilleure information sur le comportement des entreprises par rapport à l'environnement, leur consommation d'énergie et les effets du changement climatique, le FRR a apporté son soutien au CDP en 2006, puis au CDP WATER et CDP FOREST.

Le CDP est devenu un acteur incontournable en ce qui concerne la normalisation et la collecte d'informations environnementales auprès des entreprises. À fin 2022, il était soutenu par 680 investisseurs représentant 121 000 Md € d'actifs, et plus de 13 000 sociétés cotées internationales répondaient à leurs questionnaires sur le changement climatique, l'eau et la forêt.

Net-zero asset owner alliance - 2009

En novembre 2019, le FRR a rejoint la Net-Zero Asset Owner Alliance. Cette dernière regroupe 84 investisseurs mondiaux, représentant 10 300 Md € d'actifs, qui s'engagent à faire évoluer leurs portefeuilles d'investissement vers des émissions nettes de GES (Gaz à effet de serre) à l'horizon 2050 compatibles avec une élévation de température maximale de 1,5 °C au-dessus des températures préindustrielles, en tenant compte des meilleures connaissances scientifiques disponibles, y compris les conclusions du GIEC (Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat). Les membres s'engagent aussi à rendre compte régulièrement des progrès accomplis, notamment en fixant des objectifs intermédiaires tous les cinq ans conformément à l'article 4.9 de l'Accord de Paris.

Afin de permettre aux membres de s'acquitter de leurs obligations fiduciaires, de gérer leurs risques et d'atteindre leurs objectifs de rendement, cet engagement doit être intégré dans une approche ESG holistique, intégrant, mais sans s'y limiter, le changement climatique.

Les membres doivent chercher à atteindre cet engagement, en particulier en plaidant et en dialoguant avec les entreprises et l'industrie, ainsi qu'en cherchant à influencer les politiques publiques, pour une transition sobre en carbone en tenant compte des impacts sociaux associés.



Climate action 100+ - 2017

La Climate Action 100+ est la plus grande initiative collaborative d'engagement sur le changement climatique. À fin 2022, cette initiative était soutenue par plus de 700 signataires, représentant plus de 63 000 Md€ d'encours.

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



Institutional Investors Group on Climate Change - IIGCC - 2015

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

À fin 2022, cette initiative a été soutenue par plus de 375 investisseurs, représentant 56 000 Md € d'actifs sous gestion.

Charte des investisseurs publics Français en faveur du climat - 2017

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

Pour mémoire, le FRR a également soutenu, au fil des ans, de nombreuses autres initiatives en faveur du climat, notamment :

- 2014 : Signature du PRI Montréal Pledge, Soutien à la Portfolio decarbonization Coalition, Signature de la déclaration sur le changement climatique dans le cadre du sommet sur le climat de l'ONU
- 2015 : Soutien à l'initiative ACT – ASSESSING LOW-CARBON TRANSITION
- 2017 : Déclaration aux gouvernements du G7 sur le Changement Climatique.

Tribune : Enjeux et attentes des investisseurs sur les « Say on Climate » - 2022

Le FRR a cosigné cette tribune, initiative du Forum pour l'Investissement Responsable, qui a trois objectifs :

- Publier les attentes des investisseurs sur le "Say on Climate" et créer un "Say on Climate termes de référence"
- Améliorer le dialogue entre investisseurs et entreprises sur les enjeux Climat dans le cadre des Assemblées Générales
- Enfin, améliorer l'alignement des entreprises sur les objectifs de l'Accord de Paris.

L'initiative Net Zero Engagement de l'IIGCC - 2022

L'initiative Net Zero Engagement a vocation à faire évoluer et accélérer l'engagement dans les portefeuilles d'investissement.

Elle devrait permettre aux investisseurs d'atteindre les objectifs d'engagement qu'ils se sont fixés dans le cadre de leurs engagements net zéro.

La Climate Action 100+ a augmenté l'ampleur et l'importance de l'engagement climatique avec 166 entreprises ciblées. Mais de nombreuses autres entreprises doivent être engagées pour aligner les portefeuilles sur le zéro net.

Cette nouvelle initiative d'engagement ciblera initialement un minimum de 100 émetteurs de GES importants en se concentrant principalement sur la demande et les petites entreprises de la chaîne d'approvisionnement qui sont essentielles à la transition globale vers le zéro net. L'IIGCC a dressé une première liste, les investisseurs qui s'inscrivent à l'initiative peuvent en proposer d'autres.

Les lettres seront envoyées aux entreprises ciblées début janvier 2023, ce qui marquera le lancement public de l'initiative.

Déclaration en amont de l'AG 2022 de TotalEnergies dans le cadre de Climate Action 100+

Le FRR a co-signé une lettre adressée à TotalEnergies avant la présentation de son rapport de progrès « développement durable et climat » 2021. Cette lettre était articulée autour de trois demandes des investisseurs à l'entreprise :

- la publication d'objectifs scope 3 amont alignés avec un scénario 1,5 °C
- l'alignement des objectifs publiés par l'entreprise avec un scénario 1,5 °C
- la publication de CAPEX plus granulaires permettant de mieux comprendre comment ils s'alignent avec un scénario 1,5 °C.

● INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX SOCIÉTAUX

Déclaration encourageant à signer les women's empowerment principes - 2019

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

Gender initiative - 2019

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

● INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX DE GOUVERNANCE



ICGN
International Corporate Governance Network

International Corporate Governance Network (ICGN) - 2014

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

Dans cette perspective, l'ICGN comporte différents comités qui réfléchissent à l'établissement de meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. Représenté pendant 6 ans au sein du Conseil d'administration de l'ICGN, le FRR s'est impliqué dans la définition de règles de bonne gouvernance dont la mise en application est manifeste dans les marchés concernés par les appels d'offres.



Initiative pour la Transparence dans les Industries Extractives (ITIE) - 2009

Cette initiative vise à renforcer la transparence et la responsabilité des acteurs dans le secteur des industries extractives grâce à la vérification et à la publication complète des paiements effectués par les entreprises et des revenus perçus par les gouvernements dans le cadre de l'exploitation des richesses minières, pétrolières

et gazières. En soutenant l'ITIE, le FRR invite l'ensemble des entreprises des secteurs concernés directement ou indirectement dont il est actionnaire à y participer, et incite celles qui se sont déjà engagées à soutenir l'initiative à tenir un rôle actif dans sa mise en œuvre.

LES LIGNES DIRECTRICES DE VOTE ONT FAIT L'OBJET D'UNE MISE À JOUR EN 2022

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

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

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

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

Fin 2022, les Lignes directrices de vote ont fait l'objet d'une actualisation afin d'apporter des précisions sur certaines thématiques et de tenir compte des évolutions réglementaires. Ont notamment été soulignés :

- **La nécessité d'analyser la distribution de dividendes par les sociétés en portefeuille :**
 - en tenant compte de l'évolution de la masse salariale de la société pour veiller à une association équitable des salariés et des actionnaires sur le long terme,

- en phase avec les enjeux de la transition énergétique et des investissements associés.

- **L'importance de la mise en place au sein des Conseils d'un Comité dédié aux enjeux de Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE).**
- **L'incitation à la publication d'un ratio d'équité par les entreprises, y compris dans les pays où ce dernier n'est pas obligatoire.** Ce ratio indique le rapport entre la rémunération la plus haute de l'entreprise et la moyenne et la médiane des rémunérations des salariés. De plus, afin de préserver la cohésion sociale de l'entreprise, le FRR souhaite que **la rémunération globale annuelle des dirigeants soit plafonnée à 100 fois le salaire minimum du pays du siège social**, ou en l'absence de salaire minimum, à 50 fois la rémunération médiane calculée au niveau du Groupe.
- **Le souhait de la mise en place d'un vote régulier en Assemblée Générale sur les ambitions climatiques et sur un reporting climat.**

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

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

INTÉGRATION DES NOUVEAUX RÉFÉRENTIELS

Le FRR publie depuis l'exercice 2021, un Rapport de Durabilité en application de l'article 29 de la Loi énergie climat (LEC) du 8 novembre 2019. Il s'agit d'une démarche volontaire, car le FRR n'est pas soumis à l'obligation d'une telle publication. Cet article 29 intègre les évolutions réglementaires et l'expérience issue des meilleures pratiques de place :

- Règlement Européen Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), dont notamment l'intégration d'une logique de double matérialité Risques potentiels des critères ESG sur les investissements / Principaux Impacts Négatifs des investissements sur les facteurs de durabilité (Principe Adverse Impact – PAI) ;
- Règlement européen Taxonomie des activités durables, entré en vigueur partiellement début 2022 ;
- Recommandations de la TCFD⁸.

L'article 29 LEC comporte également quelques dispositions spécifiques à la France :

- Précisions sur l'intégration des facteurs ESG dans les dispositifs de gestion des risques, avec un focus sur les risques liés au climat et à la biodiversité ;
- Publication de stratégies d'alignement sur les objectifs de température de l'Accord de Paris, ainsi que sur les objectifs internationaux de long terme sur la préservation de la biodiversité ;
- Évolution du principe « comply or explain » vers une exigence d'un plan d'amélioration continue avec fixation d'objectifs et mesures correctives.

8. TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) : groupe de travail sur la transparence financière des risques liés au climat.

ACCÉLÉRATION DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Tout en conservant un niveau de vigilance indispensable sur l'ensemble des autres enjeux ESG, répondre à l'urgence climatique fait partie des priorités du FRR. L'adhésion à la Net Zero Asset Owners Alliance engage le FRR sur la voie d'un alignement avec l'accord de Paris, en utilisant trois leviers :

- Adopter des objectifs ambitieux de réduction des émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles
- Mener des actions d'engagement afin d'inciter les entreprises à adopter des stratégies d'alignement avec l'accord de Paris, via ses gestionnaires mais aussi via des initiatives collaboratives comme la Climate 100+
- Contribuer au financement de la transition énergétique, en continuant d'apporter une contribution de long terme à la création d'une économie nette zéro par le « financement de la transition ».

Réduction des émissions

Dans le cadre de son adhésion à la Net Zero Asset Owners Alliance, le FRR a adopté de nouveaux objectifs de réduction des émissions des portefeuilles. Pour parvenir à une trajectoire de limitation du réchauffement climatique à de 1,5 °C, l'Alliance a identifié une fourchette d'objectifs de réduction des émissions au niveau des classes d'actifs comprise entre -20 % et -32 % d'ici fin 2024.

Début 2021, le FRR a finalisé les études nécessaires à la fixation de ses objectifs qu'il a rendus publics le 30 septembre 2021. Il s'agit de la poursuite d'une démarche entamée de longue date qui a déjà permis de diminuer les émissions de 40 % entre 2013 et 2019.

Le FRR a décidé de poursuivre ses ambitions et de se fixer pour objectif une baisse supplémentaire de 20 % à l'horizon de fin 2024 par rapport à 2019 des émissions de ses portefeuilles actions des pays développés et obligations d'entreprises.

L'objectif assigné est en absolu et non en relatif aux indices, il s'agit donc bien d'une réduction significative à laquelle le FRR se félicite de contribuer.

Dans le cadre de la Net Zero Asset Owners Alliance, ces objectifs seront revus par périodes de cinq années. En 2022, le FRR a commencé de calibrer son prochain objectif à l'horizon 2029 et par anticipation, les appels d'offres en cours tiennent compte d'objectifs plus ambitieux.

Attribution de mandats comportant des objectifs de décarbonation sur les mandats de crédits et d'actions

En 2022, le FRR a attribué trois mandats de gestion responsable en réplication d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'accord de Paris et trois autres en obligations d'entreprises de bonne qualité émises en dollars. Le FRR poursuit son engagement à intégrer, et ce quelle que soit la classe d'actifs, une dimension responsable dans la gestion. Le FRR a explicitement énoncé dans ces mandats que les candidats sélectionnés devront entre autres prendre en compte dans leur gestion les enjeux du changement climatique dont notamment la réduction des émissions de CO₂, la contribution à la transition écologique et énergétique et l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 1,5 °C. Ces mandats, gérés par 6 gérants, ont débuté en janvier et mai 2022 avec un objectif de réduction, par rapport à leurs indices de référence respectifs, de 50 % des émissions pour les mandats actions et de 40 % pour les mandats obligations.

Fixation d'objectifs de décarbonation de plus en plus ambitieux au fur et à mesure du renouvellement des mandats de gestion

Dans le cadre des appels d'offres lancés par le FRR, les nouveaux marchés intègrent désormais systématiquement des objectifs chiffrés de décarbonation.

Fixés initialement uniquement sur la gestion indicielle actions à -50 % par rapport aux indices de référence, le FRR recherche désormais une décarbonation en valeur absolue.

Le marché « Obligations d'entreprises à haut rendement émises en dollars » lancé début 2022 a ainsi un double objectif : reprendre les efforts réalisés par le FRR en matière de décarbonation dès le lancement des mandats, et continuer la démarche de décarbonation en poursuivant la réduction des émissions carbone des portefeuilles avec des objectifs de réduction de l'empreinte carbone toujours plus ambitieux (-35 % au lancement du mandat et -60 % à l'horizon de décembre 2028).

L'application de cette démarche de décarbonation n'était pas nouvelle sur des portefeuilles obligataires mais elle a dû faire face à une classe d'actifs spécifique avec des défis propres tels que la composition de l'univers très tournée vers le secteur de l'énergie ou encore la transparence et la qualité des données qui sont encore à améliorer.

Lors de la procédure d'appel d'offres, le FRR a constaté que des développements importants avaient lieu concernant la décarbonation sur la classe d'actifs visée. Les sociétés de gestion ont montré des expertises fortes et souvent réelles sur ce sujet crucial dans la politique d'investisseur responsable du FRR.

L'objectif est de sélectionner début 2023 entre trois et quatre gérants sur cette classe d'actifs pour une activation des mandats au premier trimestre de l'année 2023.

Les 3 mandats sélectionnés lors de l'appel d'offres afin de renouveler les stratégies de réplication d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'accord de Paris ont été activés lors du premier semestre 2022. Les premiers résultats recherchés tels que la surpondération de la part verte, le renforcement des entreprises avec des engagements Science Based Target Initiative (SBTi) validés, la réduction des risques physique et de transition ou encore la surpondération des entreprises présentant des trajectoires qui tendent vers un scénario 1,5 °C sont concluants. Les portefeuilles délivrent des performances financières proches de celles de leur indice de référence, tout en maîtrisant les risques et en améliorant considérablement les caractéristiques ESG des portefeuilles.

Les mandats dédiés au marché du crédit Investment Grade sont également assortis d'une contrainte de décarbonation. Le marché dédié au crédit européen de bonne qualité dont les mandats ont été activés en octobre 2021, doit présenter une décarbonation de -30 % à horizon mi-2024, quand leurs équivalents américains activés en juillet 2022 ont une contrainte fixée à -40 % dès leur démarrage.

Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en euros également activés lors du dernier trimestre de 2021 intègrent pour la première fois une dimension responsable. Les cinq gérants sélectionnés sur ce marché montrent des résultats très positifs sur la thématique responsable et respectent tous l'objectif de décarbonation ambitieux imposé par le FRR. À ce titre, au 31/12/2022, la réduction des émissions carbone sur la poche HY EUR est de -25 % par rapport au niveau de l'indice lors de l'activation.

À fin décembre 2022, l'ensemble des portefeuilles sont en ligne avec les niveaux de décarbonation souhaités, et une grande majorité d'entre eux sont même très au-delà des objectifs.

Cette réduction se matérialise généralement par une sous-exposition aux secteurs les plus intensifs.

Enfin, le dernier appel d'offres lancé en 2022 pour renouveler le marché de gestion actions active responsable de petites capitalisations européennes s'inscrit dans la deuxième phase d'objectif de la NZAO à horizon 2029. Les gestionnaires qui seront sélectionnés devront ainsi atteindre sur la durée de leur mandat une baisse des émissions allant jusqu'à 75 % par rapport au niveau de 2019.

TABLEAU DES EXIGENCES DE DÉCARBONATION PAR CLASSE D'ACTIF

	Objectif au démarrage	Objectif final
Réplication d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris	-50 %	-50 %
Obligations d'entreprises de bonne qualité en euros	-0 %	-30 % avant juin 2024
Obligations d'entreprises de bonne qualité en dollars	-40 %	-40 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	-0 %	-30 % avant juin 2024
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	-35 %	-60 % avant décembre 2028
Actions petites et moyennes capitalisations européennes (en cours)	-40 %	-75 % avant décembre 2028

Exclusion des sociétés les plus polluantes

Au-delà du dialogue avec les entreprises, et du financement d'activités agissant en faveur de la transition énergétique, le FRR a décidé depuis 2017 d'exclure des portefeuilles les sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de

production d'électricité, de chaleur ou de vapeur à partir du charbon dépassait un seuil fixé dans un premier temps à 20 % de leur chiffre d'affaires puis ramené à 10 % en 2018 afin de s'engager encore plus dans une économie à faible intensité carbone.

PRINCIPAUX INDICATEURS CLIMATIQUES

Mesure de l'empreinte carbone

En 2007, le FRR a calculé, pour la première fois, l'empreinte environnementale de son portefeuille. Depuis, en ligne avec sa stratégie de l'investissement responsable, des engagements pris et des efforts de décarbonation réalisés sur une partie de ses portefeuilles, le FRR mesure, tous les ans, l'empreinte carbone de ses mandats et fonds.

L'étude, réalisée par S&P Global Sustainable 1, couvre les émissions générées par les opérations des entreprises et leurs fournisseurs directs. Les émissions carbone sont estimées en intensité moyenne pondérée (ou WACI – Weight Average Carbon Intensity) et exprimées en tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires, qui est la méthode préconisée dans les recommandations de la TCFD et les travaux de la Net Zero Asset Owner Alliance.

● EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE ACTIONS

Le graphique, ci-contre, décrit l'évolution de l'empreinte carbone du portefeuille Global Actions en tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires.

Fin 2022, la moyenne pondérée des intensités carbone (méthode WACI) des entreprises dans le portefeuille Actions monde du FRR s'élevait à 207 tonnes équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle était inférieure de 31 % à celle de l'indice de référence du FRR. De 2016 à 2022, l'empreinte carbone de l'indice représentatif du portefeuille du FRR a diminué de 6 % tandis que celle du portefeuille FRR a diminué de 18 % (soit environ 3 % par an).

INTENSITÉ CARBONE WACI (TEQCO₂/M€ CA) ÉMISSIONS DIRECTES ET FOURNISSEURS DIRECTS – Source : S&P Global Sustainable 1



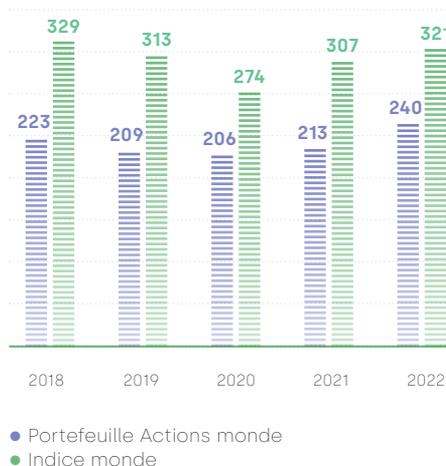
9. Source : S&P Global Sustainable 1

Le tableau, ci-après, compare la décarbonation totale des portefeuilles actions du FRR entre 2016 et 2022. On observe une forte tendance de décarbonation du portefeuille Actions Développées par rapport au portefeuille Actions Émergentes. À noter toutefois la diminution importante sur ce dernier entre 2021 et 2022 : - 12 % sur le portefeuille Actions Émergentes et sur son indice, alors que sur la totalité de la période la décarbonation de ce portefeuille était de -6 % et son indice de référence toujours en augmentation à + 13 %.

Portfeuille / Indice	Baisse en intensité (méthode C/R) 2016-2022
Portfeuille Actions monde	-23 %
Indice Actions Composite	-8 %
Portfeuille Actions Marchés Développés	-23 %
Indice Actions Marchés Développés	-10 %
Portfeuille Actions Pays Émergents	-6 %
Indice Actions Pays Émergents	+13 %

● EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

INTENSITÉ CARBONE WACI (TEQCO₂/M€ CA) ÉMISSIONS DIRECTES ET FOURNISSEURS DIRECTS – Source : S&P Global Sustainable 1



Le graphique, ci-dessus, décrit l'évolution de l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises en tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires.

Fin 2022, l'empreinte carbone du portefeuille Obligations d'entreprises du FRR s'élève à 240 tonnes d'équivalent CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires. Elle est inférieure de 25 % à celle de l'indice de référence. De 2018 à 2022, l'empreinte carbone de l'indice de référence a baissé de 2,5 % tandis que celle du portefeuille a augmenté de 7,6 %.

● EMPREINTE CARBONE DU PORTEFEUILLE OBLIGATIONS D'ÉTAT

La méthodologie d'analyse de l'empreinte carbone par S&P Global Sustainable 1 d'un portefeuille d'actifs souverains permet de calculer l'exposition aux gaz à effet de serre des actifs souverains sur la base des émissions totales de gaz à effet de serre du pays, reflétant ainsi le rôle spécifique du secteur public en tant que fournisseur de services clés pour l'économie et en tant que législateur influant sur les empreintes carbone. Le périmètre pris en compte est :

- les émissions domestiques : les émissions générées par les biens et services produits et consommés sur un territoire donné ;
- les importations directes : les émissions générées par les biens et services directement importés par un pays ;
- les exportations directes : les émissions générées par les biens et services produits dans un pays et exportés vers une économie étrangère.

Le graphique ci-contre correspond à la moyenne pondérée des intensités carbone du portefeuille et de son indice : cet indicateur quantifie l'intensité moyenne du portefeuille en fonction de la pondération de chaque pays au sein de celui-ci. Il s'agit

d'une mesure de l'allocation du portefeuille à des économies plus ou moins carbonées. La différence de niveau d'intensité carbone du portefeuille par rapport à celui de l'indice de référence s'explique par la surpondération des pays émergents dans le portefeuille du FRR (40,4 % pour le portefeuille contre 37,2 % pour l'indice). Cela est la résultante de décisions d'allocation d'actifs au sein de la poche de couverture.

INTENSITÉ CARBONE WACI (TEQCO₂/M€ PIB)



Bilan des actions d'engagement réalisées en 2022 sur la thématique « climat »

Au niveau des mandats

L'amélioration des métriques est l'un des aspects de la politique d'investisseur responsable du FRR, mais cette dernière met aussi en avant les nécessités d'inciter par le dialogue les entreprises à atteindre une trajectoire plus vertueuse. Ces engagements sont portés par les sociétés de gestion et contribuent à la démarche durable prônée par le FRR.

1) Les mandats d'obligations d'entreprises à haut rendement émises en euros, lancés fin 2021, ont montré sur l'année 2022 des résultats extrêmement encourageants pour une classe d'actifs obligataire. En effet, les gérants ont mis en place des démarches d'engagement nombreuses avec les émetteurs de leur portefeuille ou de l'univers que ce soit en direct ou au travers d'initiatives collaboratives qui ont conduit les gérants à dialoguer sur des thèmes tels que la transparence des indicateurs ESG de l'entreprise, les politiques en faveur d'une économie zéro carbone, la gouvernance durable de l'émetteur ou bien la provenance des matières premières. On retrouve dans l'ensemble une part importante d'engagements en faveur du climat, un thème qui est mis en avant dans ces marchés, même si les autres dimensions sociales et de gouvernance sont couvertes par les gérants. Certains gérants ont aussi signé en 2022 des initiatives de collaboration en faveur d'une politique d'investissement durable.

2) Les mandats de gestion action individuelle cohérente avec l'Accord de Paris intègrent aussi de manière importante la dimension d'engagement des entreprises en portefeuille. Ainsi, les 3 gérants présentent des mesures d'engagement avec la quasi-totalité des entreprises qui composent leur univers d'investissement. Les engagements prennent la forme de dialogue direct ou de

participation à des initiatives collaboratives et les sujets mis en avant couvrent souvent les problématiques environnementales. Ainsi, on retrouve entre autres dans les sujets abordés la préservation de la biodiversité, la transition vers une économie bas carbone, la validation d'engagement SBTi ou l'application de bonnes pratiques d'un point de vue fiscal.

3) Les mandats actuellement gérés pour le compte du FRR sur le crédit Investment Grade européen et américain sont en outre assortis d'une obligation de reporting spécifique semestriel sur différents thèmes, et, en particulier, sur les actes d'engagement menés auprès de certains émetteurs en portefeuille.

Parmi les informations requises par le FRR, les sociétés de gestion doivent indiquer le nombre d'émetteurs en portefeuille faisant l'objet d'un engagement, en précisant le thème de celui-ci et préciser s'il s'agit d'un engagement direct ou bien via une action collective.

Au niveau FRR

Actions d'engagement collectives

La Climate Action 100+, la plus grande initiative d'engagement d'investisseurs sur le changement climatique, a poursuivi son développement en 2022. Avec l'arrivée de 85 nouveaux investisseurs, la Climate Action 100+ compte désormais plus de 700 signataires représentant 68 000 Md de dollars d'actifs sous gestion.

Ces investisseurs dialoguent avec 166 des plus grands émetteurs privés cotés au monde et stimulent l'action climatique des entreprises conformément à l'objectif mondial d'atteindre des émissions nettes nulles d'ici 2050 ou avant.

La force de la Climate Action 100+ est l'accent mondial mis sur les résultats et l'esprit de partenariat entre les investisseurs et les entreprises.

La Climate Action 100+ est coordonnée par ses cinq réseaux d'investisseurs fondateurs : AIGCC, Ceres, IGCC, IIGCC et PRI. Elle est dirigée par le comité directeur mondial de la Climate Action 100+, qui comprend cinq représentants des investisseurs et les responsables des réseaux d'investisseurs. La stratégie est déployée par le personnel du réseau des investisseurs qui accompagne les investisseurs dans leurs actions d'engagement avec des entreprises ciblées.

L'engagement des investisseurs par le biais de l'initiative a abouti à des ambitions climatiques accrues pour les entreprises ciblées. Cet engagement s'appuie sur une évaluation qui est réalisée chaque année, basée sur dix indicateurs regroupés dans le Net-Zero Company Benchmark. Ces indicateurs portent notamment sur l'ambition « Net Zero » de l'entreprise, ses objectifs de réduction d'émissions à court, moyen et long terme, la stratégie de décarbonation et les investissements qui y sont affectés, la gouvernance des questions climatiques, la transition juste et le suivi des recommandations de la TCFD.

Le rapport 2022 du Net-Zero Company Benchmark dresse un bilan contrasté :

- les entreprises ciblées continuent de progresser sur la fixation des objectifs de neutralité nette pour 2050 ou avant. Elles sont désormais 75 % alors qu'elles n'étaient que 50 % un an auparavant,
- 91 % des entreprises suivent désormais les recommandations de la TCFD contre 72 % l'année précédente.

Cependant, ces évolutions positives sur les objectifs affichés et la transparence ne doivent pas occulter la nécessité de traduire cela en actions concrètes de diminution des émissions. D'importants progrès restent à réaliser : le Benchmark relève des faiblesses persistantes sur la déclinaison en une stratégie de décarbonation : seulement 19 % des entreprises ciblées communiquent des plans quantifiés.

La publication d'objectifs de réduction des émissions sur le court terme et le moyen terme reste minoritaire (respectivement 21 % et 12 % des entreprises).

Enfin, l'alignement des investissements avec les ambitions affichées demeure marginal : 1 % des entreprises répondent totalement à ce critère et 9 % partiellement.

Actions d'engagement menées à l'initiative du FRR

Dans le cadre de la NZAOA, le FRR a sollicité deux gérants afin qu'ils entament une action d'engagement vis-à-vis d'une sélection d'entreprises en portefeuilles. Les 27 entreprises ciblées ont été sélectionnées en suivant les règles du « Target Setting Protocol » de la NZAOA. Ce dernier prévoit une sélection d'au moins 20 entreprises en portefeuille, en mettant l'accent sur les responsables des émissions « engendrées par les entreprises détenues dans le portefeuille » ou celles qui sont responsables d'un total de 65 % des émissions engendrées par les entreprises détenues en portefeuille. Le résultat souhaité de ces actions d'engagement est l'alignement sur les trajectoires prévoyant un non-dépassement ou un dépassement limité du seuil de 1,5 °C.

Le FRR a décidé de demander à deux gérants d'utiliser la grille d'analyse développée par l'initiative CA 100+ (le « Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark »), pour réaliser leurs propres analyses. L'utilisation de cette grille d'analyse permet de mesurer de manière la plus objective possible le positionnement des entreprises ciblées, et les progrès réalisés sur la durée de l'engagement (prévue jusqu'à fin 2024). Elle permet également de comparer les niveaux d'avancement des entreprises sur les différents sujets : objectifs de neutralité, stratégie de décarbonation, alignement des dépenses d'investissement, lobbying climatique, gouvernance climatique, transition juste et conformité du reporting aux recommandations de la TCFD.

POURSUITE DU FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE ET ÉCOLOGIQUE

La transition énergétique est l'un des engagements forts du FRR. L'intégration explicite de ce thème dans l'ensemble des mandats a incité les sociétés de gestion à intégrer de manière plus poussée la thématique dans le processus de gestion.

Les mandats de réplication d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris favorisent ainsi les entreprises qui contribuent à la transition énergétique sous différents angles et via des métriques innovantes. Ainsi, les portefeuilles peuvent favoriser les entreprises présentant un scénario de température aligné avec l'Accord de Paris, et plusieurs portefeuilles affichent ainsi des températures inférieures à 1,8 °C, des améliorations notables par rapport à leur indice de référence. Certains portefeuilles surpondèrent les entreprises qui ont fait valider leur politique de transition énergétique auprès de la Science Based Target Initiative. Certains mandats dirigent leurs investissements en priorité vers les entreprises pour lesquelles la greentech représente une part importante de leur chiffre d'affaires. En outre, certains mandats intègrent aussi des objectifs d'amélioration d'un score de transition basé sur une méthodologie propre à la société de gestion. Les résultats de ces portefeuilles en faveur de la transition énergétique sont très positifs, sans pour autant dénaturer la gestion de réplication d'indices.

Les mandats obligataires intègrent aussi une démarche en faveur de la transition énergétique. Le FRR a demandé aux sociétés de gestion de prendre en compte ces thèmes lors de l'analyse des titres et la construction de portefeuille, et l'un des résultats les plus explicites en faveur de la transition énergétique est la représentation de plus en plus importante des obligations vertes dans l'univers d'investissement et aussi dans les portefeuilles.

Obligations vertes

Le financement de la transition énergétique par le FRR se matérialise également par des investissements en obligations vertes (« Green Bonds ») dans les mandats dédiés Investment Grade et High Yield Euro et Investment Grade américain.

Fin 2022, les Green Bonds représentent un volume de 464 M€ soit un équivalent de 2,17 % des encours globaux du FRR et 7,76 % des encours de mandats dédiés au crédit (vs 6,2 % fin 2021).

Plus précisément, les mandats de gestion du Crédit Investment Grade Euro comptent 12,2 % de leurs encours dans cette catégorie d'obligations contre 8,9 % en 2021 et 11,5 % dans leur indice de référence. Ce poids est de 1,50 % pour les mandats de Crédit Investment Grade américain alors que l'indice de référence en comporte 1,69 %. Enfin, les mandats High Yield Euro détiennent 5,83 % d'obligations vertes contre 5,4 % en 2021 et 6,21 % pour leur indice.

Les obligations vertes du portefeuille du FRR financent principalement des projets en lien avec les bâtiments verts et les énergies renouvelables.

Investissement en infrastructures contribuant à la transition énergétique

Le FRR a engagé un montant total de 485 M€ en infrastructures destinées essentiellement au financement de la transition énergétique. 426 M€ ont été appelés dont 85 M€ au titre de 2022 et l'encours valorisé se monte à 560 M€.

Private equity : investissements dans des biotechnologies innovantes contribuant à transition énergétique et écologique

Les fonds et mandats de capital-innovation sélectionnés par le FRR financent des innovations de rupture dont certaines qui luttent contre le changement climatique et contribuent à préserver l'environnement à l'instar de :

- Seacure, créée à l'initiative de Truffle Capital, qui conçoit et commercialise des solutions innovantes pour lutter contre l'érosion du littoral et protéger les ouvrages maritimes côtiers et les structures offshore. Ces solutions reposent sur un procédé électrochimique breveté respectueux de l'environnement permettant de créer in situ le Geocorail une roche artificielle à partir des minéraux présents dans les milieux marins et qui présente donc une excellente compatibilité avec les formes de vie aquatique, préservant ainsi la diversité biologique des milieux marins.

- Ynsect, société fondée en 2011, qui veut révolutionner l'alimentation humaine, végétale et animale en transformant les insectes en ingrédients, dans un contexte où la consommation mondiale de protéines animales devrait augmenter très fortement d'ici 2030. La société est en cours de finalisation de la construction d'une ferme verticale de 45 000 m² près d'Amiens.

Investissement en immobilier à impact social et énergétique

L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif sur le plan environnemental, en construisant des logements aux consommations maîtrisées en centre-ville ou en continuité de la ville, évitant ainsi l'étalement urbain.

Ainsi, 96 % des résidences sont implantées en centre-ville ou en continuité de la ville existante, limitant ainsi l'étalement urbain.

Les consommations d'énergie sont inférieures de 13 à 30 % aux normes réglementaires pour plus de 70 % du parc construit. Plus de 68 % des opérations sont certifiées (NF Habitat – NF Habitat HQE™ ou équivalent).

Compte tenu de l'objectif d'investissement durable recherché à travers la construction de logements intermédiaires, le fonds FLI a été classé comme un produit répondant aux exigences de l'article 9 du règlement SFDR.

Il poursuit également un objectif d'alignement de son patrimoine immobilier sur les objectifs environnementaux « Atténuation au changement climatique » et « Adaptation au changement climatique » pour l'activité éligible au fonds FLI à savoir « Acquisition et gestion de bâtiments ».

EXTENSION DE LA DIMENSION RESPONSABLE DES INVESTISSEMENTS

● L'INTÉGRATION DES ENJEUX ESG DANS LES PLACEMENTS

Quelle que soit la classe d'actifs, les mandats de gestion du FRR, à l'issue d'un processus de sélection qui octroie une place croissante à l'ESG, imposent aux gestionnaires du FRR de prendre en compte

sa stratégie d'investissement responsable dans leur gestion notamment par l'intégration systématique d'une analyse ESG dans le processus de sélection des émetteurs, et par l'exercice des droits de vote et le dialogue et d'en rendre compte dans les comités de gestion biannuels ainsi que dans les reporting annuels. L'évaluation ESG des entreprises est conduite selon les 5 principes ISR du FRR.



● L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRISES SUR LEURS ENJEUX ESG

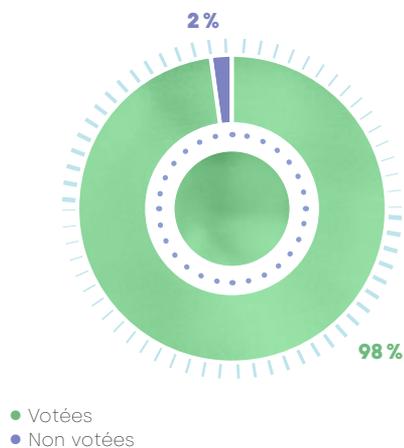
L'exercice des droits de vote

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

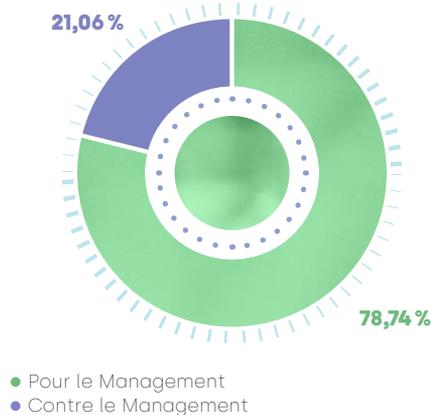
Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote intègrent les dimensions propres au FRR mais doivent être suffisamment larges pour prendre également en compte les particularismes nationaux (en France et à l'international). L'objectif du FRR est ainsi de capitaliser sur la connaissance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

Pour l'aider dans son suivi, le FRR travaille sur la notation de la qualité de la gouvernance de son portefeuille actions des pays développés. Cette approche nouvelle, et analytique permet au FRR de mieux comprendre les composantes essentielles de la gouvernance de ce portefeuille. Cette activité exercée par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs lui a permis de participer en 2022 à 1511 assemblées générales et de voter sur plus de 20 000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à 98 % des assemblées générales votables.

NOMBRE D'AG VOTÉES EN 2022



Les gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions proposées par le management lors des assemblées générales à 78,7 % POUR et à 21,3 % CONTRE.



En 2022, les désaccords concernant les nominations d'administrateurs ont augmenté de manière significative, passant de 12 % des votes contre les résolutions présentées par le management à 31 %. Les résolutions portant sur les rémunérations représentaient quant à elles 23 %, en recul par rapport à 2021 (27 %).

Il faut également noter un nombre important de résolutions portant sur les rémunérations exceptionnelles des dirigeants et sur le climat, la diversité et l'inclusion. Les résolutions portant sur le « Say on climate » ont poursuivi leur progression : 55 entreprises ont soumis des résolutions sur la thématique (vs 11 en 2021). L'exigence des actionnaires se traduit par un taux de soutien qui a tendance à diminuer.

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

Bilan d'exercice des droits de vote des mandats de gestion répliation d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris

Les stratégies répliation d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris optimisent les portefeuilles sur des critères extra-financiers avancés, dialoguent avec les entreprises sur différents sujets durables et mettent en place la politique responsable de droit de vote du FRR.

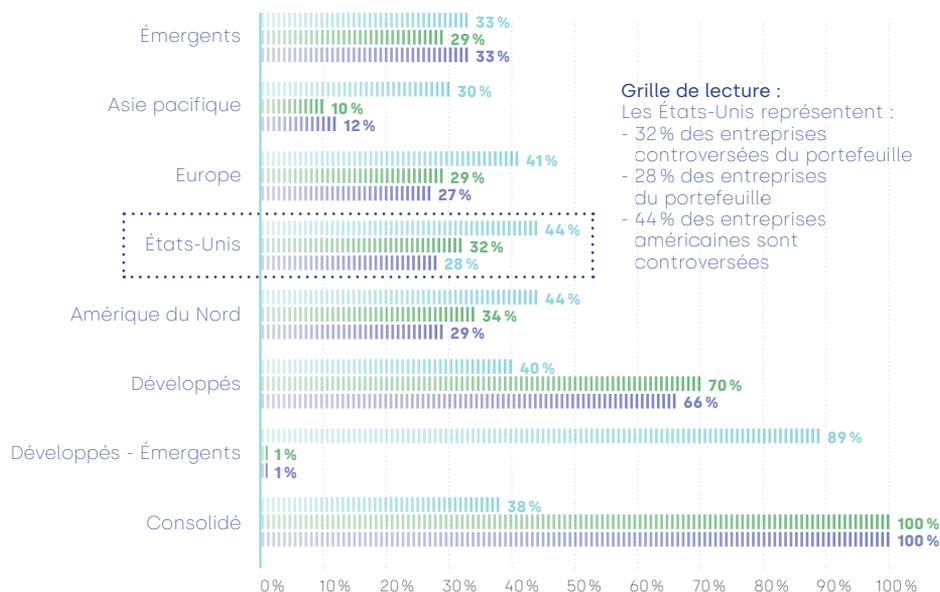
Les gérants de ces mandats ont participé à près de 700 assemblées générales et voté plus de 12000 résolutions dont environ 300 résolutions d'actionnaires en 2022. En moyenne, les gérants ont voté contre 25 % des résolutions passées sous revue, un niveau proche de celui de 2021. Les votes contre ont essentiellement concerné la rémunération, l'élection des directeurs jugés pas assez indépendants ou cumulant trop de mandats ou les autorisations d'évolutions capitalistiques.

L'un des thèmes majeurs en 2022, et dans la lignée des années précédentes, a aussi été la transition énergétique et la trajectoire de décarbonation des émetteurs. Tous les gérants soulignent l'élargissement des résolutions dites de « Say on Climate » (SOC). Ce nouveau vote sur la stratégie climatique des entreprises s'est étendu en 2022 à de nombreuses entreprises et l'inscription du « Say On Climate » à l'ordre du jour des assemblées générales a permis aux gérants de s'exprimer de manière plus claire sur cette thématique. Les sociétés de gestion soulignent tout de même que le développement des SOC dans les assemblées générales leur demande d'être plus exigeant vis-à-vis de ces résolutions en renforçant leur cadre d'analyse. Cette approche a conduit à un exercice de vote différencié et au cas par cas sur les stratégies climatiques soumises aux actionnaires. Ainsi, les attentes élevées des gérants sur cette thématique expliquent qu'ils ont soutenu en moyenne uniquement 30 % des résolutions SOC.

Bilan des actions d'engagement 2022 (hors thématique climat) :

Des risques extra-financiers peuvent naître du non-respect par des entreprises de principes universellement reconnus tels que ceux du Pacte mondial des Nations Unies, ceux de la bonne gouvernance ou encore ceux des conventions internationales ratifiées par la France. C'est la raison pour laquelle le FRR fait analyser par un tiers son portefeuille chaque année. Pour ce faire, il a sélectionné Moody's ESG Solutions (anciennement Vigeo Eiris). Celui-ci a identifié, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR, 139 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée. Ce nombre est relativement stable par rapport à l'année 2021 (137).

RÉPARTITION DES ENTREPRISES CONTROVERSÉES PAR ZONE/PAYS



Sur la base du rapport reçu fin 2021, le FRR a sélectionné, pour son plan de dialogue 2022 via ses gestionnaires, la liste des entreprises suivantes : BUNGE LTD, CHARTER COMMUNICATION, EASTMAN CHEMICAL CO, INDIVIOR PLC et JUST EAT TAKEAWAY.COM NV. Le FRR a engagé le dialogue avec 6 de ses gestionnaires sur ces 5 entreprises controversées.

Cette campagne de dialogue 2022 a permis de constater que les niveaux d'implication des gestionnaires sont de plus en plus homogènes, de bonne qualité et en amélioration chaque année. Les points suivants caractérisent la campagne de dialogue 2022 : Les gérants ont bien identifié les controverses et dialoguent pour un cas sur trois avec les entreprises. Pour les autres cas, ils ont considéré qu'un dialogue n'était pas nécessaire au regard des types de controverses présentées. Cette sélectivité accrue peut cependant être perçue comme un niveau élevé de maturité des asset managers dans leurs activités de

dialogue plus que comme un retrait sur ces thématiques. En effet, ces derniers dialoguent avec un nombre accru de sociétés et les équipes se renforcent sur les activités d'engagement.

Activités d'engagement pour le Crédit Investment Grade

Les mandats actuellement gérés pour le compte du FRR sur le crédit Investment Grade européen et américain sont assortis d'une obligation de reporting spécifique semestriel sur différents thèmes, et, en particulier, sur les actes d'engagement menés auprès de certains émetteurs en portefeuille.

Parmi les informations requises par le FRR, les sociétés de gestion doivent indiquer le nombre d'émetteurs en portefeuille faisant l'objet d'un engagement, en précisant le thème de celui-ci et préciser s'il s'agit d'un engagement direct ou bien via une action collective.

L'accompagnement des entreprises au sein du capital investissement

Depuis ses premiers mandats de capital investissement de 2007, le FRR exige des reportings complets de la part de ses gestionnaires en imposant notamment un important volet ESG afin de développer, de mesurer et de vérifier l'impact de ses investissements sur les entreprises et leur écosystème. En pratique, le FRR s'attache à ce que ses gestionnaires réalisent un bilan ESG pré-acquisition, sensibilisent les dirigeants aux enjeux ESG, définissent des axes d'amélioration au cours des années à venir afin de favoriser le développement de l'entreprise et de la préparer au meilleur niveau d'exigences ESG possible et ainsi favoriser la cession. Les exigences du FRR ont été force de traction pour les sociétés de gestion, qui ont développé de façon croissante et poussé le suivi des aspects ESG, avec l'adhésion des équipes dirigeantes des sociétés en portefeuille.

Avec la mise en application de la réglementation SFDR, les sociétés de gestion ont été très actives dans le déploiement de leur politique ESG, qui est admise comme un enjeu central pour l'ensemble des gestionnaires du FRR.

Parmi les gestionnaires leaders dans l'intégration des enjeux ESG, Swen Capital Partners a créé un guide des bonnes pratiques dédié à l'industrie du non coté et décerne chaque année depuis 8 ans un prix récompensant les acteurs sur leurs démarches et les progrès réalisés. Plusieurs gestionnaires du FRR ont déjà été nominés ou récompensés ces dernières années et, en 2022, le jury comportait un membre de l'équipe du FRR.

Politique d'exclusion

Le FRR a mis en place des critères d'exclusion concernant :

- Des pratiques de certaines entreprises qui ne respectent pas des principes universellement reconnus, tels que ceux du Pacte mondial des Nations Unies, des Principes d'Investissement Responsable et ceux de bonne gouvernance comme l'International Corporate Governance Network (ICGN),
- Des activités ne respectant pas certaines conventions internationales ratifiées par la France, en particulier celles sur les armes non conventionnelles et le tabac, ou les entreprises ayant leur siège social dans un pays des listes française et européenne des États et territoires non coopératifs au niveau fiscal.
- Des activités liées au charbon, qui portent particulièrement atteinte au climat.

Ces pratiques et activités controversées font l'objet d'une analyse par Moody's.

Concernant les pratiques controversées, les analyses portent sur 95,2 % de la capitalisation du portefeuille consolidé (actions et obligations). 3 295 entreprises sont analysées sur 5 582 en portefeuille. Moody's ESG Solutions a identifié, dans les portefeuilles d'actions et obligations du FRR, 139 entreprises impliquées dans une ou plusieurs controverses de sévérité critique ou élevée, de façon fréquente ou persistante associée à un manque de créativité de leur part. Ce chiffre est relativement stable (137 l'année précédente). Comme en 2021, les entreprises des États-Unis, et les secteurs financier et télécom / média restent sur-représentés sur ces niveaux de controverses. Cette analyse a permis d'élaborer la liste des entreprises pour la campagne de dialogues 2022.

Les armes controversées qui sont exclues concernent les mines anti-personnel (interdites par la Convention d'Ottawa en 1997, signée par 164 pays¹⁰, les armes à sous-munition (interdites par la Convention d'Oslo en 2008, signée par 108 pays¹¹, les armes chimiques (Convention sur l'interdiction des armes chimiques en 1992 et les armes biologiques (Convention sur l'interdiction des armes biologiques de 1972). Chaque année, le FRR publie une liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement Responsable

du Conseil de surveillance. Cette liste est mise à jour dans le courant du premier semestre de chaque année et publiée sur le site internet du FRR. Aujourd'hui, elle se repose sur une méthodologie dont l'objectif est d'identifier les entreprises impliquées dans le développement, la production, l'entretien, l'utilisation, la distribution, le stockage, le transport ou le commerce d'armes à sous munitions, de mines anti-personnel, d'armes chimiques et bactériologiques ou de leurs composantes clés.

En 2022, 15 entreprises identifiées dans l'univers d'investissement du FRR sont placées sur la liste d'exclusion :

ENTREPRISE	PAYS
ANHUI GREATWALL MILITARY INDUSTRY CO., LTD.	CHINE
ANHUI MILITARY INDUSTRY GROUP HOLDING CO. LTD.	CHINE
ARYT INDUSTRIES	ISRAËL
BHARAT DYNAMICS	INDE
CHINA AEROSPACE SCIENCE & TECHNOLOGY CORP.	CHINE
HANWHA AEROSPACE	CORÉE DU SUD
HANWHA CORP	CORÉE DU SUD
KCP	INDE
LIG NEX1	CORÉE DU SUD
LOCKHEED MARTIN	ÉTATS-UNIS
NORTHROP GRUMMAN	ÉTATS-UNIS
PREMIER EXPLOSIVES	INDE
SOLAR INDUSTRIES INDIA	INDE
TEXTRON	ÉTATS-UNIS
UNITED ENGINE CORP. JSC	RUSSIE

L'exclusion du tabac est quant à elle basée sur la Convention-cadre de l'OMS pour la lutte antitabac de 2003, signée par la France. Celle-ci est le premier traité négocié sous les auspices de l'Organisa-

tion mondiale de la Santé. Il s'agit d'un traité fondé sur des données factuelles, qui réaffirme le droit de tous les peuples au niveau de santé le plus élevé possible. La Convention représente une évolution

10. à l'exception notamment des États-Unis, de la Russie, etc.

11. à l'exception notamment des États-Unis, de la Russie, etc.

fondamentale en ce sens qu'elle met au point une stratégie visant à réglementer des substances engendrant la dépendance; à la différence des précédents traités de lutte contre la drogue, la Convention-cadre affirme l'importance des stratégies de réduction de la demande au même titre que de réduction de l'offre.

Le score ESG du portefeuille

L'analyse du portefeuille d'actions monde du FRR à fin 2022 met en évidence un score ESG moyen de 46,8/100, en légère progression par rapport à fin 2021 (+0,8) et supérieur de 2,5 points à celui de son indice de

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

Cette évolution est le résultat d'une progression du Score ESG sur l'ensemble des portefeuilles actions. Le portefeuille qui progresse le plus est le portefeuille actions des pays émergents, qui passe de 33,6 à 38,1.

Concernant le portefeuille d'obligations d'entreprises, le score ESG moyen progresse de 2,7, passant de 45,5 à 48,2, celui de l'indice de référence progresse plus légèrement (de 47,3 à 48,3).

FINANCER L'ÉCONOMIE FRANÇAISE : UNE RESPONSABILITÉ SOCIALE INTERGÉNÉRATIONNELLE

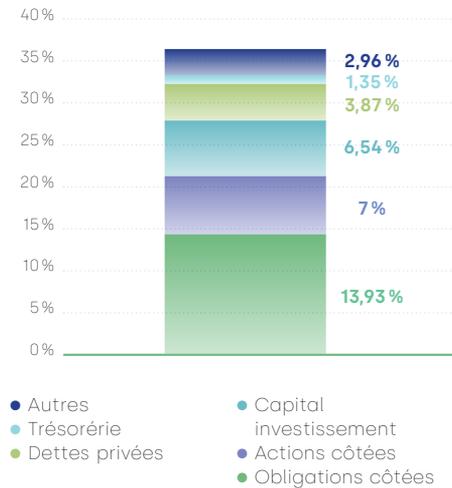
Le poids de la France dans les actifs du FRR

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

Au 31 décembre 2022, le poids de la France au sein des investissements du FRR s'élève à 32,9 % et atteint 35,7 % en tenant compte des investissements en futures, ce qui représente une augmentation de 3,2 % par rapport à l'année précédente.

Afin de satisfaire l'équilibre des régimes sociaux et notamment abonder la Caisse d'amortissement de la Dette Sociale (CADES) chaque année, le FRR a dû désinvestir une partie de ses actifs à hauteur de 2,1Md€. Comme l'année précédente, hormis une partie de son mandat d'adossé, le FRR n'a pas souhaité vendre ses mandats directement investis en France, mais a préféré diminuer ses mandats obligataires de bonne qualité libellés en euro et en dollars, ainsi que ses mandats Actions zone euro notamment.

SOUTIEN À L'ÉCONOMIE FRANÇAISE EN % DES INVESTISSEMENTS TOTAUX SUR FRR AU 31/12/2022



Au 31/12/2022, 42,2 % des investissements du FRR au travers de mandats se font en Europe, et notamment en France pour 19,6 %. Concernant la répartition au niveau de chaque classe d'actif (cf. graphique ci-contre), une grande partie des investissements réalisés en France proviennent des cinq types de mandats suivants :

- Adossement (1.8 Md€)
- Gestion optimisée cohérente avec l'Accord de Paris (897 M€)
- Crédit Investment Grade euro (551 M€)
- Small Cap France (495 M€)
- Crédit High Yield euro (369 M€)

Le financement des PME et ETI françaises : un objectif de premier plan

Les actions cotées de petites et moyennes sociétés françaises et européennes

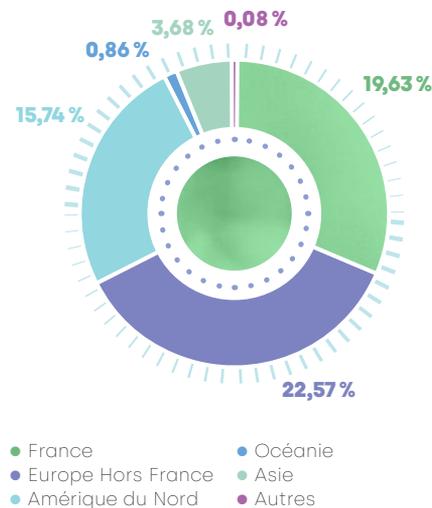
L'allocation d'actifs du FRR en 2022 a vu se renforcer la part des actifs de performance à hauteur de 70 %. Cependant de la réduction de la base d'encours suite au flux en faveur de la Cades, il a été nécessaire de procéder à des ajustements sur certaines classes d'actifs.

Les mandats de petites capitalisations européennes ont ainsi fait l'objet, pour ce faire, d'une vente de 140 M€ en juin 2022.

Cette catégorie d'actifs, dédiée aux entreprises françaises et européennes, représente ainsi 5.43 % des encours globaux du FRR à fin 2022.

On peut relever au cours de cette année quelques opérations emblématiques réalisée par certaines entreprises de petites capitalisations détenues dans ces mandats telles que l'OPA de Manutan (Groupe familial créé en 1966 spécialisé dans la distribution aux entreprises), réalisée par ses fondateurs, assortie d'une prime de 51,1 %, ou encore l'OPA « amicale » du fonds KKR

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES MANDATS DU FRR (HORS FONDS) AU 31/12/2022



sur **Albioma**, producteur français d'énergies renouvelables, en juillet, également assortie d'une prime de plus de 50 % sur le cours constaté avant les rumeurs de cette opération.

Le capital investissement

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

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

Ainsi, au total à fin 2022, plus de 1,1 Mds€ d'engagements ont été réalisés dans des fonds de capital-investissement sur les segments du capital-transmission, du capital-innovation, et du capital-développement ciblant des sociétés françaises soutenant ainsi leur développement et la création d'emplois en France. Ils se répartissent en :

- 315 M€ en capital-innovation, appelés en moyenne à hauteur de 67 % participant au financement de jeunes entreprises innovantes dès leurs premiers stades de développement dans les secteurs du digital (low tech et deep tech), de la biotechnologie, de la medtechnologie et de la fintechologie ;
- 290 M€ en capital-croissance tech dans le cadre de l'initiative Tibi, appelés en moyenne à 48 % ;
- 415 M€ en capital-développement/ transmission appelés en moyenne à hauteur de 61 % finançant majoritairement des PME dans leur stratégie d'expansion ;

- 400 M€ en capital-investissement, par le biais de fonds de fonds appelés en moyenne à hauteur de 63 % investissant dans des fonds de taille moyenne en capital développement/ transmission de PME et d'ETI françaises souvent régionales.

Ces fonds et mandats ont ainsi poursuivi leur déploiement, avec un taux moyen d'appel ayant progressé à 60 %.

Depuis 2020, le FRR participe aussi à deux initiatives de place mise en place dès le début de la crise sanitaire de la crise de la Covid-19, l'une relative au tourisme et l'autre à la santé au travers de 2 fonds de place dédiés au soutien de ces secteurs d'activité (fonds Nov Santé et fonds Nov Tourisme). Ces initiatives s'inscrivent dans le cadre d'un vaste programme de 2,2 Md€.

Fonds Nov Tourisme :

Le Fonds Nov Tourisme représente un engagement d'environ 170 M€ destinés à financer les entreprises de taille TPE PME ETI des secteurs du tourisme, de l'hôtellerie, de la restauration, des loisirs et les solutions pour l'industrie touristique, grâce à des investissements en fonds propres ou quasi-fonds propres. Le FRR a engagé 25 m € dans ce fonds, à ce titre il en est l'investisseur le plus important.

Le tourisme constitue un secteur important pour l'économie française avec un poids de 7,4 % dans le PIB et plus de 2 millions d'emplois, c'est un contributeur majeur à l'économie française, mais aussi un contributeur à la balance des paiements pour environ 17 Md€. La France est le pays le plus visité au monde, avec plus de 89 millions d'arrivées de touristes internationaux en 2018. Elle se situe au 3^e rang mondial en termes de recettes, derrière l'Espagne et les États-Unis (pour un total de 55,5 Md€ en 2018).

Fin 2022, le fonds Nov Tourime a réalisé 13 investissements pour un 110 M€ (65 % du

fonds). Le processus d'investissement mis en place par Montefiore est en ligne avec les objectifs du calendrier anticipé puisque la période d'investissement doit s'achever dans un an environ avec notamment des investissements complémentaires dans les entreprises actuellement en portefeuille.

La plupart des investissements sont réalisés à travers des actions de préférence ou en obligations convertibles, une stratégie qui est plus protectrice qu'un investissement uniquement en actions. On notera que le levier financier des entreprises financées est faible. Le TRI Brut du fonds fin 2022 devrait être supérieur à 21 %. Ce TRI devrait être renforcé puisqu'une politique de réinvestissement des engagements libérés doit être mis en œuvre par Montefiore pour notamment permettre plusieurs investissements supplémentaires.

Fonds Nov Santé :

Le FRR a décidé d'investir 40 M€ aux côtés de 19 investisseurs dans un fonds actions non cotées Nov Santé de 420 M€ pour accompagner le développement des PME/ETI françaises du secteur de la santé. Ce fonds à travers des financements en fonds propres et en quasi-fonds propres, doit détenir des participations minoritaires dans le cadre d'opérations de capital développement et en late stage/growth à minima à 70 %. Il cible surtout la France dans ces investissements à hauteur de 80 % : des objectifs qui sont dans la droite ligne des cibles du FRR.

Contrairement à « l'initiative Tourisme » dans laquelle le FRR a investi également, l'objet est de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soin, la biotechnologie... Ainsi, la réalisation des investissements est conditionnée à des objectifs sur le plan de la souveraineté sanitaire dont l'absence a été mise

en lumière au début de la crise sanitaire : une contrainte forte du projet Santé qu'il convient de rappeler, est que la cession des investissements par le fonds doit se faire en priorité à des acteurs français. Par ailleurs, les gestionnaires du fonds ont pour objectif de consolider durant la phase de détention des actifs, les indicateurs comme l'accroissement de la part de production en France, l'emploi en France, la part de R&D en France, conjointement à un suivi ESG imposé par le Label Relance.

Lancé quelques mois après le fonds Nov Tourisme, le fonds Nov Santé début 2023 est investi dans 5 opérations et il a déployé 149 M€ sur les 420 M€, soit 35 % des engagements disponibles.

Les 3 dernières années d'investissements devraient permettre au fonds de pleinement réaliser son objectif ambitieux d'investissements, principalement dans le domaine du capital développement dont la profondeur de marché reste limitée.

Le financement en dettes privées des entreprises

Les investissements en dettes privées du FRR représentent un peu moins de 1,9 Md€ d'engagement en 2022, et un encours investi à cette date d'environ 1 Md€ de financement à travers des fonds de dettes privées. Ils constituent donc un élément important dans la politique de financement de l'économie française mise en place dès 2013 par le FRR.

Ces investissements sont réalisés à travers les fonds de 12 sociétés de gestions à travers 24 fonds. Les sociétés financées ont en moyenne 2900 salariés et un EBITDA d'environ 70 M€.

Le nombre d'entreprises financées est en retrait compte tenu de la fin du programme d'investissement du FRR en dettes privées, il est estimé à 324 au début de l'année 2022.

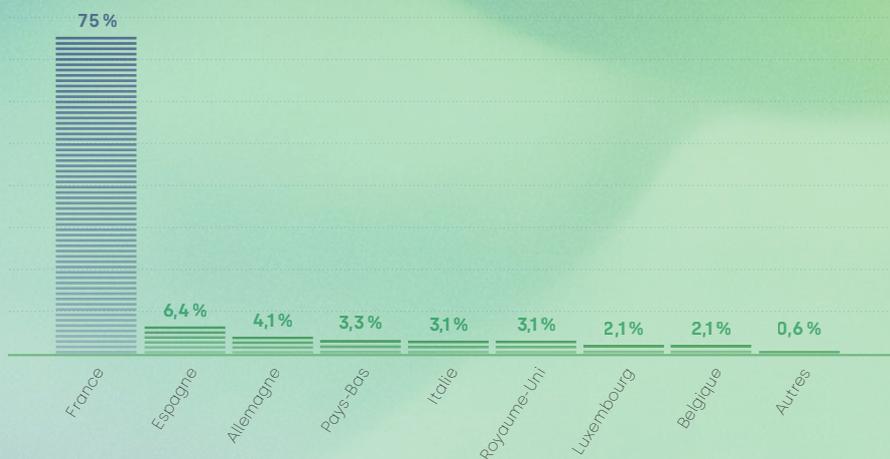
Poids de la France dans les financements en dettes privées

Concernant en particulier les programmes de dettes privées lancés par le FRR, ils ont permis de financer très majoritairement des

entreprises françaises et accessoirement des entreprises européennes à hauteur de plus de 97 %.

Parmi les bénéficiaires de ces financements, il y a 75 % d'entreprises françaises :

PAYS DES EMPRUNTEURS : PLUS DE 75 % DES ENTREPRISES DANS LE PORTEFEUILLE DE DETTES PRIVÉES SONT FRANÇAISES



L'IMPACT DU FRR

SUR SON ÉCO-SYSTÈME

PARTIE 4

IMPACT SUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION

● PRISE EN COMPTE DE L'ESG AU SEIN DU PROCESSUS D'APPELS D'OFFRES

Pour l'ensemble des sélections de gérants via appels d'offres, les aspects ESG ont pris une place croissante au sein des critères de sélection des prestataires sur plusieurs aspects.

a) Au sein des différentes étapes de la sélection :

Dans le cadre du processus de sélection de gérants via appels d'offres, trois phases d'analyse intègrent désormais des métriques liées à l'ESG :

- lors de la phase de candidature, une partie spécifique consacrée à l'analyse ESG a été renforcée afin d'évaluer un certain nombre de critères quantitatifs liés à la couverture des aspects ESG ;
- en phase d'offres, plusieurs séries de questions permettent d'approfondir l'analyse des moyens mis en œuvre ainsi que le processus d'intégration des aspects ESG au sein des choix de gestion ;
- Enfin, la phase de visite sur site permet d'évaluer l'implication des équipes dédiées dans la prise en compte des critères ESG, des capacités et méthodes d'analyse de ces aspects ainsi que la mesure de leurs intégrations au sein du processus de gestion.

b) Par une gestion active responsable :

Pour l'ensemble de ces mandats de gestion active, le FRR exige une « gestion active responsable ». Elle se définit par la prise en

compte par les gestionnaires d'actifs des enjeux ESG dans le processus d'analyse et de gestion tout en intégrant la politique d'exclusions (armes prohibées, tabac, et charbon), de vote et d'engagement du FRR, et, notamment, l'objectif de décarbonation détaillé ci-après.

Les gestionnaires doivent en conséquence démontrer, notamment par l'organisation de l'analyse, l'intégration des équipes de gestion et les processus mis en place :

- la prise en compte des critères extra-financiers dans le processus d'évaluation des investissements (notamment les notes ESG et controverses) ;
- la prise en compte des émissions de CO₂eq, l'alignement du portefeuille sur la trajectoire 1.5° Celsius, la part des énergies vertes et de transition (gaz et nucléaire), les risques physiques et de transition et la biodiversité ;
- le dialogue avec les entreprises détenues en portefeuille.

Ils doivent aussi produire un reporting à la fois quantitatif et qualitatif rendant compte des actions mises en œuvre et des progrès réalisés en la matière.

Plus largement, les gestionnaires doivent favoriser les entreprises dont la stratégie est en ligne avec l'Accord de Paris.

c) À travers des objectifs de décarbonation :

En signant la Net-Zero Asset Owner Alliance, le FRR s'est engagé à faire évoluer son portefeuille d'investissement vers des émissions nettes de GES (Gaz à Effet de Serre) nulles à l'horizon 2050 compatibles avec l'Accord de Paris. Les Marchés sur chacune des

classes d'actifs doivent donc contribuer à ces engagements par une baisse des émissions importante de GES en valeur absolue. La décarbonation se met donc en œuvre au lancement des Mandats et doit se poursuivre dans la durée.

Les gestionnaires doivent ainsi fournir au FRR deux fois par an, les 30 juin et 31 décembre de chaque année, le niveau des émissions de GES du portefeuille (et de l'indice) afin de contrôler la trajectoire suivie.

● DES EXIGENCES DE REPORTING DE HAUT NIVEAU

Dans le cadre du suivi des portefeuilles investis sur différentes classes d'actifs et différentes zones géographiques, des éléments complémentaires de reporting à la fois quantitatifs et qualitatifs rendant compte des actions mises en œuvre en matière ESG sont désormais exigés pour tous les nouveaux mandats

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

Depuis 2020, le FRR exige un reporting qualitatif dédié aux aspects ESG qui doit comprendre a minima les éléments suivants :

- Un reporting concernant les engagements pris en termes d'investissements socialement responsables par le gestionnaire qui indique le type d'enjeux Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance (ESG) sur lesquels il porte son attention dans le cadre de l'univers d'investissement ; la manière dont il tient compte de ces enjeux extra-financiers dans sa recherche et son analyse des entreprises,

et s'ils sont considérés comme ayant un impact sur la sélection de titres ou la construction du portefeuille ; le suivi de ces engagements pris dans le cadre des mandats de gestion, y compris en termes de ressources et d'organisation (évolution des équipes, moyens techniques...).

- Un reporting qualitatif mettant en avant notamment les investissements dans le secteur des écotechnologies (« clean technology ») ou ceux contribuant à la transition énergétique, le dialogue ou l'activité d'engagement avec des émetteurs sur des enjeux extra-financiers, la participation à des groupes de réflexions ou des initiatives internationales en matière d'ESG, de carbone, de transition énergétique, etc.
- Un reporting des notations ESG des entreprises en portefeuille fournissant des éléments récapitulatifs des notes ESG des prestataires d'analyse extra-financière, ou celles établies en interne, de chacun des titres des mandats de gestion.
- Un reporting quantitatif portant sur des indicateurs standardisés visant à comparer les mandats entre eux.

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

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

IMPACT DES CHOIX DE GESTION SUR L'ÉCOSYSTÈME

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

L'investissement réalisé dans le FLI, Fonds de Logement Intermédiaire, a un impact positif tant sur l'aspect social, en permettant de loger plus de 11 000 personnes sous conditions de ressources avec une économie de loyer de près de 13 %, soit 1 313 € par ménage logé.

Par ailleurs, l'investissement dans le fonds Brownfields, dont l'objectif est la dépollution et la reconversion des friches urbaines et industrielles, permet une réhabilitation de sites pollués et donc de lutter contre l'étalement urbain et l'artificialisation des sols. La reconversion des friches en zone urbaine, en contribuant à densifier les centres urbains et à limiter les nouvelles constructions en périphérie, favorise la réduction des émissions de CO₂ liées aux déplacements d'environ 33 %. Il a été estimé que la reconversion d'un hectare de friches en zone urbaine permet d'éviter l'artificialisation d'environ 2 hectares. Ainsi, Brownfields 3 a pu contribuer à préserver plus de 300 hectares d'espaces naturels.

Enfin, les fonds de biotech ou medtech sélectionnés par le FRR financent des innovations ciblant les besoins médicaux non satisfaits et permettent ainsi de traiter des patients en impasse thérapeutique. D'autres fonds de l'initiative « Tibi » financent par ailleurs des sociétés de Greentech qui luttent contre le changement climatique et contribuent à préserver l'environnement telles que Carbios, pionnier dans la conception et le développement de procédés enzymatiques qui permettent

aux plastiques et textiles PET d'être recyclés à plusieurs reprises tout en conservant la qualité d'un plastique vierge.

● INVESTISSEMENT DANS DES FONDS D'IMPACT

Dans le cadre de sa sélection de fonds dédiés à l'infrastructure, le FRR prête une attention particulière à ce que chaque société de gestion soit en mesure de communiquer des données sur la matérialité des impacts environnementaux (réduction des émissions de CO₂, dépollution de l'air, valorisation de déchets, ...) et sociaux (mesure des créations d'emplois, nombre de patients potentiels couverts par un hôpital, ...) de chacun des projets financés et du portefeuille dans son entièreté.

Cette approche permet aux sociétés de gestion d'agir sur ces éléments et de maximiser les impacts de leurs participations tout en limitant les éventuelles incidences négatives des installations financées.

Certaines sociétés de gestion vont encore plus loin en instaurant une indexation du Carried Interest de leurs fonds sur des critères d'impact escomptés, spécifiques aux secteurs et thématiques financés pour lesquels des indicateurs sont fixés. Une gouvernance de l'impact est mise en place associant certains investisseurs réunis dans un comité d'impact dont le rôle est de valider les objectifs d'impact de chaque investissement d'un secteur donné, contrôler leur atteinte dans le temps et décider des bénéficiaires (associations, fondations, ONG, ...) de la part de Carried

Interest ainsi obtenue au moment de la liquidation du fonds.

Cette approche a notamment été mise en œuvre dans les deux millésimes de fonds Swen Impact Fund for Transition (SWIFT I et II), gérés par Swen Capital dédiés au financement des filières de la méthanisation et de l'hydrogène.

Le reporting des fonds Infrastructures publie ces impacts dans un document dédié (reporting ESG et/ou reporting Impact) dans lequel ces indicateurs sont souvent catégorisés selon les 17 Objectifs de Développement Durable définis par les Nations Unies.

● POINT SUR LE PROGRAMME NON COTÉ LATE STAGE GROWTH « TIBI »

En parallèle du déploiement du programme d'investissement de 2 Mds€ de 2015 et de celui de 750 M€ de 2020 dans des entreprises non cotées françaises, le FRR a participé à l'initiative « Tibi » visant à faire de la France un leader de la révolution technologique en investissant dans les technologies disruptives développées par des entreprises françaises. L'objectif est de combler un maillon manquant de financement en donnant accès à un financement large à ces sociétés technologiques, innovantes et risquées. Ces sociétés connaissent généralement de forts taux de croissance de leur chiffre d'affaires (supérieurs à 20-30 % par an) et des valorisations dépassant plusieurs centaines de millions d'euros, tout en visant un leadership régional ou mondial. Dans le cadre de cette initiative, le FRR s'est engagé à investir 250 M€ en capital croissance non coté en faveur des entreprises technologiques et 250 M€ en fonds d'actions cotées.

En 2022, le FRR a poursuivi le déploiement de ces investissements par la sélection de deux fonds fermés supplémentaires pour un montant de 75 M€ portant ainsi l'engagement cumulé dans le cadre de cette initiative à 290 M€ par le biais de 7 fonds fermés.

La French Tech, mouvement des startups françaises, a créé deux indices : le French Tech 120 et le Next 40, qui ciblent des startups françaises prometteuses qui ont déjà atteint un certain stade de maturité confirmé par leurs investisseurs et/ou leur chiffre d'affaires. L'objectif du French Tech Next40/120 est de faire émerger des nouveaux acteurs technologiques, en offrant un accompagnement pour 120 entreprises françaises en capacité de devenir des leaders technologiques de rang mondial.

Parmi les 120 lauréats du programme, 40 entreprises forment le French Tech Next40, qui réunit : les entreprises valorisées au moins un milliard de dollars, ou celles ayant réalisé une levée de fonds supérieure à 100 M€ entre 2020 et 2022.

Au travers des mandats et fonds sélectionnés, le FRR est investi dans 25 sociétés du Next40/120.

Par ailleurs, l'objectif fixé par le Gouvernement d'avoir 25 licornes françaises (startup valorisée à plus d'un milliard de dollars) d'ici 2025 a été dépassé début 2022, atteignant le nombre de 26.

Parmi ces 26 licornes, au travers des mandats et fonds sélectionnés, le FRR est investi dans 10 d'entre elles : Ankorstore, Backmarket, Doctolib, ManoMano, Payfit, Qonto, Sorare, Swile, Vestiaire Collective et Younited.

IMPACT SUR LES PRESTATAIRES DE DONNÉES EXTRA-FINANCIÈRES

Depuis plusieurs années, le FRR travaille avec les fournisseurs d'indices afin que ces derniers intègrent, dès la construction des indices, des critères extra-financiers. Ces travaux avaient ainsi abouti en 2013 à la création des indices Low Carbon Leaders avec MSCI. Le FRR continue ces travaux avec les différents fournisseurs d'indices et, en 2021, la plupart des indices smart beta customisés utilisés par le FRR intègrent dans leur méthodologie de construction un mécanisme de contrôle des émissions carbone afin que ces dernières restent à un niveau proche de l'indice pondéré par les capitalisations équivalentes.

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

de données charbon, et ce afin d'avoir une gestion responsable plus fidèle à la réalité économique des entreprises.

2022 étant la dernière année d'analyse du marché d'analyse extra-financière, le FRR va relancer en 2023 un appel d'offres pour le renouvellement des agences, ce qui lui permettra d'intégrer les avancées méthodologiques développées sur les dernières années par les différents acteurs.

● CONTRIBUTION AU FINANCEMENT DE LA RECHERCHE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Le FRR apporte son soutien au FIR (Forum pour l'investissement Responsable) et sponsorise son Prix annuel organisé en collaboration avec les PRI (Principle for Responsible Investment). Il finance également la recherche académique sur la finance durable et l'investissement responsable de la Toulouse School of Economics et de l'École polytechnique depuis 2007.

En 2022, le FRR a soutenu particulièrement le travail d'Uli Hege sur "La valeur de l'innovation verte" en collaboration avec Sébastien Pouget (co-directeur de FDIR - Toulouse School of Economics) et Yifei Zhang. Uli Hege étudie la performance ESG et financière des entreprises qui déposent des brevets « verts ». Il a constaté que les entreprises qui déposaient des brevets liés au climat affichaient, par la suite, des

rendements boursiers cumulatifs positifs plus élevés et bénéficiaient ainsi d'un coût du capital inférieur, par rapport à des entreprises toutes aussi innovantes.

● **CONTRIBUTION AUX OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE**

Une contribution positive ou très positive est constatée pour un quart des encours des portefeuilles d'actions et d'obligations sur 7 ODD. Cette contribution est évaluée en passant en revue les activités commerciales, les produits et les services des entreprises. Il est aussi à noter aussi qu'un quart des actifs des portefeuilles ont une contribution négative ou très négative sur 2 ODD (Bonne santé et bien-être ainsi que paix, justice et institutions efficaces).

Par ailleurs, la moitié des actifs des portefeuilles ont un comportement favorable ou très favorable pour une majorité d'ODD. Le comportement évalue dans quelle mesure les entreprises agissent de manière responsable en faveur de chaque ODD. On notera aussi qu'un quart du portefeuille d'actions et qu'un cinquième du portefeuille d'obligations ont un comportement défavorable ou très défavorable.

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

Au-delà de l'estimation de l'empreinte carbone des portefeuilles, S&P Global Sustainable 1 réalise chaque année une évaluation de l'empreinte environnementale globale des entreprises en portefeuille et de leur chaîne d'approvisionnement. Les périmètres étudiés sont ceux des impacts directs de l'entreprise, ceux des fournisseurs directs et ceux des fournisseurs indirects (y compris l'extraction de matières premières).

Les variables environnementales étudiées par S&P Global Sustainable 1 sont les suivantes :

1. Gaz à effet de serre : émissions de dioxyde de carbone (CO₂), de méthane (CH₄), de protoxyde d'azote (N₂O), d'hexafluorure de soufre (SF₆), fluorocarbures (FC), d'hydrofluorocarbures (HFC) et de trifluorure d'azote (NF₃).

2. Prélèvements d'eau : eau achetée (c.-à-d. de l'eau achetée auprès de services publics), eau provenant des processus de refroidissement direct, et eaux de traitement.

3. Production de déchets : déchets incinérés, de décharge, nucléaires (fabrication de produits, combustion nucléaire, procédés industriels et médicaux), et recyclés.

4. Polluants atmosphériques : polluants issus de produits d'énergie fossile, de précurseurs des pluies acides (oxyde d'azote, dioxyde

de soufre, acide sulfurique, ammoniac), de substances appauvrissant la couche d'ozone (HFC et CFC), de poussières et particules, d'émissions métalliques, de précurseurs du smog et composés organiques volatils.

5. Polluants du sol et de l'eau : engrais et pesticides, les émissions de métaux dans le sol et dans l'eau, émissions acides dans l'eau et polluants issus d'éléments nutritifs et de substances acides.

6. Utilisation des ressources naturelles : extraction de minéraux, de métaux, de gaz naturel, pétrole, charbon, et processus d'exploitation forestière et agricole.

Cette évaluation donne une vue globale des impacts que l'activité des entreprises en portefeuille fait peser sur l'environnement, et donc indirectement sur la biodiversité. En complément, S&P Global Sustainable 1 publie dans son rapport une évaluation des scores de biodiversité des portefeuilles et de leurs indices de référence. Ces scores reflètent la prise en compte des risques liés à la biodiversité par les entreprises que ce soit l'impact de leurs activités sur la biodiversité et/ou celui de la perte de biodiversité sur leurs activités. Sont également évalués les engagements éventuels en faveur de la biodiversité et le cas échéant les engagements de non-déforestation.

À fin 2022, l'analyse des portefeuilles conclut que chaque million d'euros de revenus génère un coût de capital naturel allant de 2,8 à 5,1 % (2,8 % pour le portefeuille d'actions développées, stable par rapport à l'année précédente, 5,1 % pour le portefeuille d'actions émergentes vs 6,3 % en 2021). L'impact environnemental des portefeuilles est significativement moins élevé que celui des indices (-9 % à -22 %), à l'exception du portefeuille obligations d'entreprises dont l'impact environnemental est plus élevé que celui de son indice de référence (+10 %). Cependant, les taux de couverture des portefeuilles par ces analyses restent encore modestes (58 % sur le portefeuille actions monde, et seulement 22 % sur le portefeuille obligations d'entreprises).

Les équipes du FRR réalisent une veille sur l'émergence des méthodologies d'analyse d'impact ciblées précisément sur la biodiversité et ont entamé un dialogue avec les sociétés de gestion des mandats sur cette thématique.

Le nouvel appel d'offres de prestataires d'analyse extra-financière comportera une section dédiée à l'approfondissement de l'analyse de la biodiversité.



GESTION ET MAÎTRISE DES RISQUES

PARTIE 5

LA GOUVERNANCE DE LA GESTION DES RISQUES

Depuis la réforme des retraites de 2010, le Conseil de surveillance adopte chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion destiné à assurer un niveau élevé de couverture du passif. Les investissements du FRR sont principalement réalisés sous forme de mandats délégués à des gestionnaires. Le FRR est également autorisé à investir directement dans des OPC, dans la limite de 25 % de son actif, hors OPC monétaires (limite portée de 20 % à 25 % suite à l'arrêté du 15 septembre 2022 relatif au FRR). L'exposition du portefeuille du FRR via des OPC est de 22,64 % en décembre 2022 (contre 18,67 % à fin 2021). Cette évolution s'explique par la mise en place de l'allocation stratégique sur 2022.

Un comité des risques examine chaque mois la performance des portefeuilles et du FRR, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. En outre, ce comité examine les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques qui leur sont applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et animé par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture

des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une présentation lors des réunions du Directoire.

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

Au sein du FRR, un comité technique de suivi de l'ISR animé par la direction financière regroupe des membres de chaque direction et les membres du directoire. Il se réunit au moins une fois par mois pour élaborer les indicateurs, suivre la mise en œuvre de la stratégie et examiner tout point touchant à la responsabilité du FRR en matière d'investissement. Il prépare les dossiers présentés au Comité de l'Investissement Responsable et au conseil de surveillance.

LES RISQUES FINANCIERS

Depuis 2020, les mesures de risques financiers ex-ante utilisées par le FRR pour encadrer la gestion de ses prestataires font l'objet d'études étayées (notamment la « Tracking Error » ou TE, et la « sensibilité pondérée par les spreads » SPS ou « Duration times spread » DTS), avec la volonté d'aboutir à une harmonisation des différentes approches et méthodologies de calculs de mesures de risques ex ante (TE et DTS) des gestionnaires et de celle du FRR, dans la mesure du possible.

Pour l'encadrement du risque de crédit de ses gestionnaires obligataires, le FRR s'est efforcé de normaliser l'approche de calcul chez ses gestionnaires pour la SPS (ou DTS), notamment en prenant en compte le risque d'extension des titres de quasi-fonds-propres (dans le cadre des appels d'offres Crédit US IG et Crédit US HY).

Pour l'encadrement du risque de déviation de la performance des portefeuilles par rapport à leurs indices (Appel d'offres Réplication d'indices Actions pour une gestion cohérente avec l'Accord de Paris), le FRR s'est attaché à imposer des méthodologies de calcul de la tracking-error homogènes entre les gérants et le FRR : un retour d'expérience présenté en comité des risques en fin d'année 2022 a confirmé l'efficacité de ces travaux.

● LE RISQUE DE GESTION ACTIF-PASSIF

Il s'agit du risque d'inadéquation de l'allocation stratégique du FRR avec le respect de ses engagements vis-à-vis de la CADES, qui est le seul bénéficiaire identifié du FRR.

Le FRR doit verser tous les ans à la CADES 2,1 Md€ jusqu'en 2024 puis 1,45 Md€ par an de 2025 à 2033. Sur l'année, la Marge de Couverture du Passif a baissé de 0,3 Md€ et s'élève au 30 décembre 2022, à 6,4 Md€, soit une performance de la Marge de Couverture du Passif sur l'année 2022 de -4,69 %.

● LES RISQUES DE MARCHÉS DU PORTEFEUILLE

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

La volatilité annuelle ex-post de la valeur de l'actif du FRR a été de 9,47 % en 2022 (contre 2,9 % en 2021) pour un rendement annuel de -10,03 % (contre 6,95 % en 2021). La volatilité ex-ante a été en moyenne de 8,7 % en 2022, contre 9,5 % l'année précédente.

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

Ainsi, la perte potentielle moyenne estimée à horizon d'un an dans les 1 % des pires scénarios, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, est de 23,39 % de l'actif du FRR (contre 23,20 % fin 2021), soit 4,99 Md€.

VOLATILITÉS ANNUELLES CONSTATÉES (EN %)



- Volatilité ex post
- Volatilité ex ante

LE RISQUE SUR LES ACTIFS DE PERFORMANCE

Les actifs de performance (principalement des actions) représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. À fin 2022, leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % des cas les plus défavorables est de 21,1 % de l'actif du FRR, soit 4,51Md€ (contre 21,0 % fin 2021).

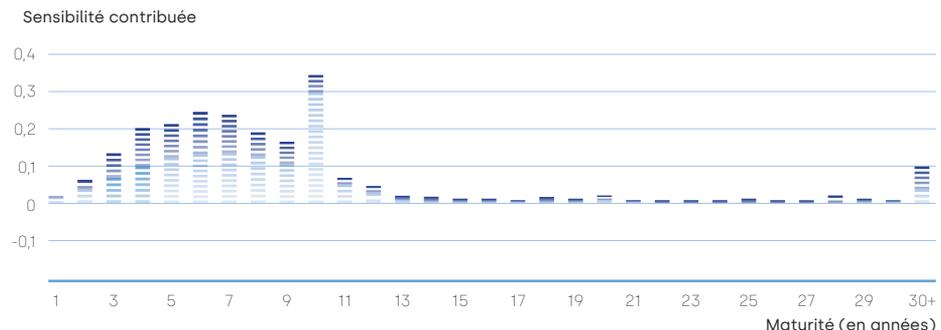
LE RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT

En fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 2,3 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,81 Md€ sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre 2,2 % à fin 2021).

La sensibilité du portefeuille du FRR à toutes les courbes de taux a diminué, passant de 2,74¹² fin 2021 à 2,25 fin 2022. Ainsi, désormais, pour une hausse homogène de l'ensemble des courbes de taux de 100 points de base, la valeur du portefeuille du FRR baisserait de 2,25 %, soit environ 0,48 milliard €. Ce niveau de sensibilité du portefeuille du FRR tient compte de la réduction de l'exposition au risque de taux des actifs de crédit en raison de la mise en place de couvertures stratégiques et tactiques de taux.

Symétriquement, une hausse des taux de 100 points de base aurait pour conséquence une baisse de la valeur du passif du bilan du FRR de 4,71 % (sa sensibilité était de 5,18 fin 2021).

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



- Actifs de couverture
- Actifs de performance

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

● LE RISQUE DE CRÉDIT DU PORTEFEUILLE

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêts de 2021 et 2022. Ces actifs sont majoritairement investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

	AAA	AA	A	BBB	<BBB- et NR
31/12/21	2 %	19 %	20 %	30 %	29 %
31/12/22	3 %	19 %	20 %	26 %	32 %

Le risque de Crédit est resté stable entre fin 2021 et fin 2022. La mise en place de l'allocation stratégique de 2022 a augmenté la part des actifs de performances (High Yield pour la partie taux), sans que cela n'ait dégradé la qualité de signature du portefeuille crédit du FRR. En effet, les évolutions de marchés ont conduit, dans un contexte d'augmentation des taux et d'élargissement des spreads, les gérants à retourner vers des valeurs mieux notées. Ainsi, la part de titres AAA, AA et A dans nos portefeuilles Investment Grade a augmenté,

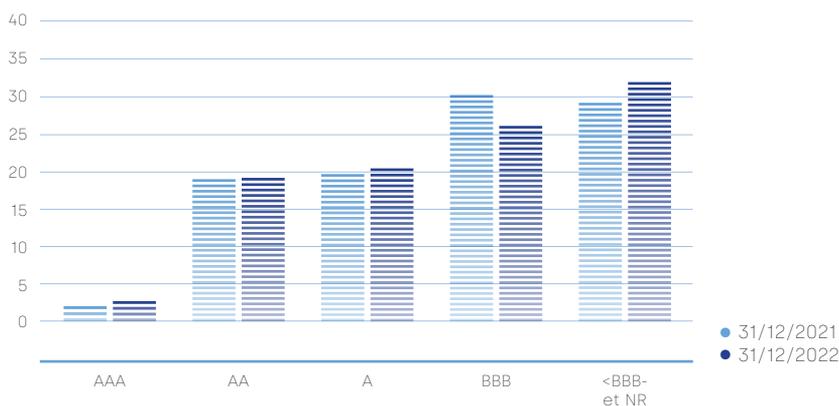
et ceci a amélioré la qualité de signature du portefeuille de taux.

La qualité globale du portefeuille de produits de taux du FRR à fin 2022 est plutôt stable par rapport à fin 2021; 68 % de ce portefeuille est investi en titres ayant une bonne qualité de signature (« catégorie investissement ») contre 71 % fin 2021.

La notation moyenne¹³ du portefeuille de taux du FRR en 2022 est la même que sur 2021 à BB. Le taux de perte attendu à 1 an correspondant à cette notation moyenne est de 0,44 %.

Afin d'affiner son suivi du risque de crédit, le FRR dispose d'un outil lui permettant de suivre l'évolution des dégradations des notations, indépendamment des gestionnaires d'actifs du FRR, sur un pas hebdomadaire pour les poches Crédit Euro et Crédit US. Cet outil permet d'anticiper les fortes dégradations d'émetteurs ou d'émissions détenues au sein de nos mandats. En cas de « downgrade » alarmant, ce dernier est notifié lors du Comité des risques mensuel par le Département Performance et Risques Financiers. En 2022, 6 alertes ont été générées à partir de cet outil (contre 5 alertes en 2021).

RÉPARTITION DE LA POCHE TAUX PAR NOTATION



13. Il s'agit d'une moyenne de l'encours des actifs par notation pondérée par les taux de défauts cumulés à un an constatés entre 1983 et 2021 sur cette même notation.

De plus, la perte potentielle liée à la migration corrélée de la qualité de crédits des émetteurs¹⁴ est également mesurée sur le portefeuille Crédit du FRR. Au 31/12/2022, la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an du portefeuille Crédit s'élève à 6,7 % (contre 9,3 % en 2021), celle de la poche de performance à 14,6 % contre 4,5 % pour la CVaR Crédit de la poche de couverture (contre respectivement 18,6 % et 6,1 % en 2021). Les actifs de performance contribuent à hauteur de 62,6 % à la CVaR Crédit (contre 53,4 % en 2021), contre une contribution de 37,4 % pour les actifs de couverture (versus 46,6 % en 2021).

Le risque de contrepartie est le risque lié à la négociation par les gestionnaires d'instruments financiers à terme de gré à gré avec des contreparties bancaires (swaps, change à terme). Il est fortement réduit du fait de la mise en œuvre de différentes mesures : notation minimale des contreparties autorisées, appels de marge, recours pour le change aux services de compensation de CLS¹⁵ Bank, limites par contrepartie. Fin 2022, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 579 M€ (contre 441 M€ fin 2021), provenant des couvertures sur le change.

● LES RATIOS DE DIVERSIFICATION DU RISQUE DE SIGNATURE

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

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

● LE RISQUE DE CHANGE

Le portefeuille du FRR est investi en partie en devises étrangères. L'allocation stratégique est intégralement couverte sauf sur les actifs de performance couverts à 90 %, les actifs libellés en devises émergentes ne sont pas couverts car le cours de la devise est un élément intrinsèque de la performance. Néanmoins, le FRR dispose d'une marge de flexibilité sur son niveau de couverture, sous réserve que son exposition totale au risque devise reste inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). L'exposition au risque de change à fin 2022 représente 14,77 % (contre 11,86 % à fin 2021).

● LES RISQUES D'ÉCART DE SUIVI DE LA PERFORMANCE DU FRR ET DE CELLE DE SES GESTIONNAIRES PAR RAPPORT À LEURS RÉFÉRENCES DE GESTION

La volatilité des écarts entre les performances de l'allocation stratégique et les performances de l'allocation réelle du portefeuille se mesure par des indicateurs de type

¹⁴ La CVaR Crédit prend en compte les probabilités historiques de migrations des notations des émetteurs par secteurs alors que la CVaR marché capte uniquement l'évolution des spreads de crédit (à qualité de crédit stable) pour estimer le risque.
¹⁵ « Continuous Linked Settlement » : système de compensation et de règlement qui diminue le risque de contrepartie.

écart de suivi (TE ex ante). Cette notion se définit comme l'écart-type annualisé de l'écart de performance entre le portefeuille réel et l'allocation cible de référence.

En 2022, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de TE définies dans les mandats de gestion à l'exception d'un dépassement constaté sur un mandat Actions.

À la fin de l'année 2022, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 179 points de base (contre 130 points de base l'année précédente). Cet écart comprend, d'une part, les effets de sélection (gestion active des gestionnaires, choix d'indices différents de ceux de l'allocation stratégique...), et d'autre part, les effets de la gestion flexible (sur ou sous-expositions tactiques selon les classes d'actifs et les ajustements de couvertures des risques de change et de taux). Cet écart est principalement dû aux choix tactiques prudents faits sur le portefeuille par rapport à l'allocation stratégique.

Parallèlement à l'autorisation faite aux gestionnaires des mandats de crédit de bonne qualité d'une marge de diversification en titres de moindre qualité de signature, le FRR a encadré leur gestion par une limite définie relativement à leur benchmark. Cet encadrement repose sur la mesure de la Sensibilité de la valeur de tous les titres du portefeuille à la variation du spread de crédit pondérée par le spread de ces mêmes titres (SPS). Cette sensibilité reflète le niveau de risque de crédit pris à travers ces deux éléments : la rémunération perçue par les investisseurs en échange du risque pris (le « spread » ou prime de risque) et la durée d'exposition à ce risque (la « duration »). La comparaison de la SPS du portefeuille de chaque gérant à celle de son benchmark de gestion permet d'apprécier et de limiter sa sur ou sous exposition au risque de crédit relativement à son benchmark.

● LE RISQUE SUR LES CONTRATS FINANCIERS ET NOTAMMENT LES PRODUITS DÉRIVÉS

Le FRR ne peut investir dans des contrats financiers que dans de bonnes conditions de sécurité : son cadre réglementaire est celui du Code Monétaire et Financier et du règlement général de l'AMF¹⁶ concernant les OPC coordonnés français.

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

Dans le cadre du calcul du risque global, le FRR applique la méthode de l'engagement. Cette méthode consiste à calculer l'engagement effectif des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. L'engagement à fin 2022 représente 0,39 % (contre 4,62 % fin 2021) de l'actif du FRR. Il reste donc toujours très en deçà de la limite réglementaire de 100 %.

● LE RISQUE DE LIQUIDITÉ DES ACTIFS GÉRÉS

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

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

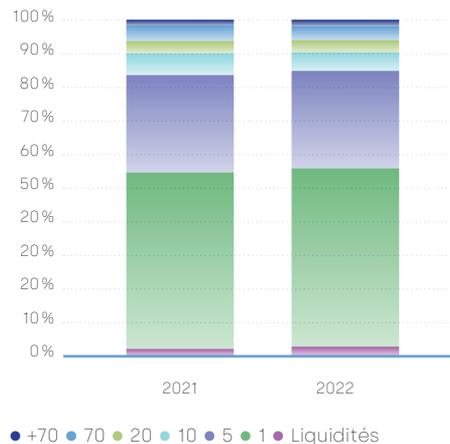
16. Autorité des Marchés Financiers.

S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin décembre 2022 :

- Sur les actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines, 85 % du portefeuille pourrait être cédé sans impact de prix en moins de 5 jours¹⁷, contre 84 % à fin 2021 (cf. graphique ci-dessous).

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

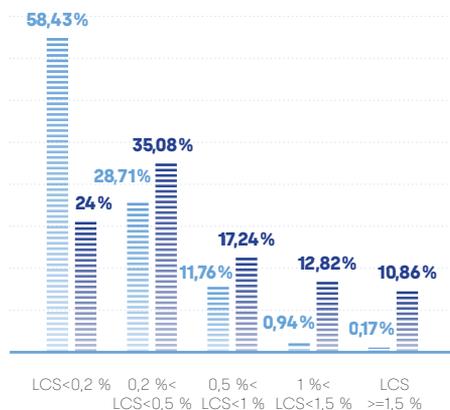
% des encours des petites et moyennes capitalisations pouvant être liquidés sur un nombre de jours donné, au 30/12/2022



- Sur le portefeuille Crédit du FRR (investi dans les poches Crédit Euro IG, Crédit Euro HY, Crédit US IG et Adossement OAT), la part la moins « liquide » du portefeuille est définie¹⁸ par les titres dont une opération d'achat-revente entraîne un taux de décote supérieur ou égal à 0,5 %. Il ressort que cette part est d'environ 40,92 % à fin 2022 (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1 %), contre 28,90 % à fin 2021. 10,86 % des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 %, contre 0,17 % à fin 2021 (cf. graphique ci-dessous).

Cette évolution s'explique par la hausse des spreads sur l'année, ayant conduit à un élargissement des écarts entre prix vendeurs et acheteurs et donc une dégradation du niveau de LCS.

ESTIMATION DE LA LIQUIDITÉ DU PORTEFEUILLE CRÉDIT DU FRR



- % de la poche credit 2021
- % de la poche credit 2022

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

18. Définition basée sur la méthode du Liquidity Cost Score (ou « LCS »). Le LCS est un indicateur mesurant le coût de liquidation et est calculé à partir de la formule suivante : $LCS = (\text{Prix Vendeur} - \text{Prix Acheteur}) / \text{Prix Acheteur}$ du titre.

LES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

S&P Global Sustainable 1 réalise chaque année un rapport d'audit climatique et ESG, qui comprend entre autres une analyse des risques liés aux changements climatiques. Ces risques sont de deux ordres :

- **Les risques de transition**, qui concernent les risques qui pèsent sur les entreprises fortement émettrices de gaz à effet de serre, en raison des évolutions potentielles des réglementations et des tarifications des différents marchés carbone. S&P Trucost réalise des estimations des pertes potentielles en fonction de trois scénarii d'évolutions futures des prix du carbone plus ou moins élevées. Ces estimations prennent en compte à la fois les risques liés aux émissions de GES des entreprises, et ceux liés aux répercussions indirectes via les fournisseurs.

L'analyse des risques de transition révèle, tout comme l'année dernière, que l'EBITDA à risque de l'ensemble des portefeuilles du FRR est inférieur à celui de ses indices

(6,2 % contre 9,3 % pour les actions globales et 7 % contre 9,9 % pour les obligations d'entreprises).

- **Les risques physiques**, qui devraient avoir un impact considérable sur les marchés financiers. Ces risques physiques conjuguent des risques localisés (qui portent sur les sites) et des risques relatifs à la chaîne de valeur des entreprises affectées. Plus de 2 millions d'actifs ont été reliés à l'univers CorePlus de S&P Trucost (+15 000 sociétés). Les actifs sont ensuite évalués en fonction de leur exposition et de leur vulnérabilité à 7 événements climatiques : Stress hydrique, Incendies, Inondations, Canicules, Vagues de froid, Ouragans, et Montée des eaux. Les évaluations sont réalisées et l'analyse des risques physiques révèle que les portefeuilles du FRR ont une exposition à ces risques relativement similaire à celle de leurs indices de référence. Dans un scénario climatique « Modéré / élevé », l'impact financier potentiel correspondant à ces risques est évalué entre 3,05 % et 3,8 %.

LES RISQUES OPÉRATIONNELS

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

Le dispositif de gestion des risques opérationnels du FRR s'appuie sur des exercices réguliers d'auto-évaluation des risques permettant d'établir une cartographie des risques résiduels actualisés ainsi que sur le suivi des plans d'actions issus de cette cartographie. La mise en œuvre de nouveaux processus ou la refonte en tant que de besoin de processus clés liés à la dématérialisation, à la continuité d'activité ou à généralisation de circuits de validation et signature électronique contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif a continué d'être enrichi en 2022 afin de renforcer la sécurité opérationnelle des processus métiers.

Dans l'accomplissement de sa mission, il est important que le FRR soit en mesure d'assurer ses principales activités sans interruption en cas d'événements graves (défaillance fournisseur, sinistre immobilier, sinistre cyber, mouvement social, pandémie, crue de seine...). Les différentes mesures de prévention, de gestion de crise et de

gestion de la continuité (organisation et procédures de gestion de crise, site de repli, analyse des dispositifs de continuité des prestataires essentiels) sont régulièrement mises à jour et font l'objet d'un suivi en Comité des risques. Le FRR s'assure de la disponibilité de son dispositif de continuité notamment lors d'un test annuel de repli sur un site extérieur qui a été réalisé par les équipes du FRR en octobre 2022.

Tous les incidents opérationnels significatifs affectant le FRR qu'ils soient d'origine interne au FRR ou externe sont recensés et analysés au fil de l'eau. Ils font l'objet d'une analyse et d'un suivi en Comité des risques (mesures correctives, impacts, indemnités, suivi des plans d'amélioration). Dans ce cadre, le FRR apporte également une attention particulière au suivi des incidents opérationnels et des sanctions réglementaires touchant ses prestataires de gestion ainsi que ses prestataires essentiels. En 2022, le FRR a identifié trois incidents opérationnels importants d'origine externe qui après analyse ont fait l'objet de mesures de correction et d'indemnisation par les gestionnaires des mandats de gestion déléguée responsables.

CRISE SANITAIRE

Lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020 le FRR a pu assurer la continuité de son activité en s'appuyant immédiatement sur ses collaborateurs équipés de matériel informatique leur permettant de travailler depuis leur domicile.

En 2022 comme en 2021, la cellule de crise du FRR a continué de se réunir sur une base

hebdomadaire afin de piloter le dispositif de continuité, d'encadrer l'organisation de fonctionnement en tenant compte de l'allègement des contraintes sanitaires et des nécessités de service. Les aménagements de l'organisation du travail adoptés au premier trimestre 2022 ont permis au FRR de fonctionner de façon tout à fait satisfaisante.

LA CONFORMITÉ

● LA DÉONTOLOGIE

Le FRR veille tout particulièrement à ce que ses collaborateurs respectent un cadre déontologique très strict qui fait l'objet d'un programme de formations spécifiques obligatoires en e-learning et en groupe.

Le cadre déontologique applicable aux trois membres du directoire est encadré par le Code de la Sécurité sociale, celui applicable aux membres du Comité de Sélection des Gérants et du Conseil de Surveillance est défini dans leurs codes de déontologie respectifs. Plus globalement, le code de déontologie du FRR précise notamment qu'afin de répondre au principe de prévention des conflits d'intérêts, le FRR interdit à tous ses collaborateurs de solliciter ou accepter à titre personnel ou familial tout cadeau, faveur, service, invitation non professionnelle ou autre don. De même, la participation à des séminaires, colloques ou séjours professionnels n'est autorisée qu'avec l'accord préalable et express de la hiérarchie.

Les risques déontologiques, de blanchiment, de financement du terrorisme et de respect des sanctions internationales font tout à la fois l'objet d'un programme de formation obligatoire interne, de diligences internes et de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires et des investissements.

● LA CONFORMITÉ DES INVESTISSEMENTS ET DU PORTEFEUILLE

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

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

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

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

ORGANISATION

ET COÛTS

PARTIE 6

ORGANISATION ET RESSOURCES HUMAINES

Le FRR compte, en 2022, 47 collaborateurs permanents, dont 39 sous contrat Caisse des dépôts.

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

Le FRR maintient un niveau exigeant de sécurisation de ses processus, grâce à des outils de gestion et d'analyses performants et fiables, et continue à mener une réflexion suivie concernant l'efficacité de son organisation.

LES COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2022 s'élèvent à 87,10 M€ contre 85,40 M€ en 2021.

Au sein de celles-ci, les dépenses telles que les frais de personnel, les coûts immobiliers, l'informatique et les frais généraux, constituent l'enveloppe limitative du FRR. Cette dernière s'est élevée à 14,20 M€, en baisse par rapport à 2021, et représente 16 % des charges contre 18 % l'an dernier. Ces coûts, qui sont décorrélés de l'encours sous gestion, représentent environ 6,0 points de base de l'actif net.

L'enveloppe évaluative du FRR est de 72,90 M€. Elle est essentiellement constituée de commissions de gestion, qui représentent près de 75 % des coûts d'exploitation en 2022. Parmi ces dépenses, qui évoluent en fonction du portefeuille global du FRR, la comptabilisation des commissions *in fine* estimées en fin d'année a été modifiée. À compter de 2022, l'écart entre les frais *in fine* – calculés sur la totalité des mandats non échus – et le montant réellement payé au cours de l'exercice suivant est compa-

bilisé en produits d'exploitation, alors que celui-ci venait auparavant en déduction des frais de gestion. Ce changement de méthode vise à permettre une meilleure lecture des états financiers.

Au 31 décembre 2022, la performance globale de -10 % a pour conséquence une chute de l'estimation de ces frais de surperformance, qui passent de 45,70 M€ à 25,50 M€. Parallèlement, la clôture du lot « Crédit US » a donné lieu au paiement de 14,10 M€ de commissions *in fine* en 2022, alors que l'année précédente 31,30 M€ avaient été versés aux gérants au terme du lot « Crédit Euro ».

Les frais de back-office et de conservation – qui complètent l'enveloppe des charges évaluatives du FRR – correspondent à des prestations confiées à la Caisse des dépôts dans le cadre de la convention qui lie les deux établissements. Ils sont stables par rapport à l'exercice précédent (7,70 M€ contre 7,60 M€ en 2021).

GOVERNANCE

DU FRR

PARTIE 7

LES INSTANCES DIRIGEANTES

CONSEIL DE SURVEILLANCE AU 30 JUIN 2022

PRÉSIDENTE

Sandrine LEMERY

MEMBRES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Bénédicte Auzanot,

Belkhir Belhaddad,

MEMBRES DU SÉNAT

Jérôme Bascher,

Patricia Schillinger

PERSONNALITÉ QUALIFIÉE

Philippe Tibi, Vice-Président

du Conseil de surveillance

Sandrine Lemery, Présidente

du Conseil de surveillance

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

Confédération générale du travail

Pierre-Yves Chanu, Vice-Président

du Conseil de surveillance,

suppléante Hélène Guerra

Confédération générale du travail – Force ouvrière

Philippe Soubirous,

suppléant Éric Gautron

Confédération française démocratique du travail

Laetitia Tankwe,

suppléant Thibaut Sellier

Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni,

suppléant Pierre-Alexis Van

Den Boomgaerde

Confédération française de l'encadrement – CGC

Jean-Arnaud Guyard,

suppléante Christine Diebold

REPRÉSENTANTS DES EMPLOYEURS ET TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS

Mouvement des entreprises de France

Eric Pinon,

suppléant Jacques Vessaud

Florent Sarrazin,

suppléant Eric Andrieu

Philippe Poiget,

suppléant Nicolas Bondonneau

Confédération générale des PME

Alain Duffoux,

suppléant Michel Giordano

Union des entreprises de proximité

Corinne Postel,

suppléant Michel Bressy

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

Frank von Lennep,

suppléant Morgan Delaye

Paul-Antoine Georges,

suppléant Pierre Prady

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

Sébastien Raspiller,

suppléant Martin Landais

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

Marie Chanchole,

suppléant John Houldsworth

DIRECTOIRE

PRÉSIDENT

Éric Lombard

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Yves Chevalier
Olivier Rousseau

MEMBRES DU COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Catherine Guinefort
Samia Khallaf
Thierry Coussieu
Patrick Savadoux

COMITÉ DE SÉLECTION DES GÉRANTS

PRÉSIDENT

Olivier Rousseau

COMITÉ DE DIRECTION

Yves Chevalier : *membre du Directoire*
Olivier Rousseau : *membre du Directoire*
Salwa Boussoukaya-Nasr : *Directrice financière*
Rachel Cascajo : *Directrice des opérations et des risques*
Sidonie Freoa Dhekaier : *Directrice juridique et de la communication*
Pierre Leygue : *Responsable du département risques financiers et de la performance*



Sidonie Freoa Dhekaier
Directrice juridique
et de la communication

Salwa Boussoukaya-Nasr
Directrice financière

Rachel Cascajo
Directrice des opérations
et des risques

LES ÉQUIPES DU FRR

DIRECTION FINANCIÈRE



↑
Département de la
Gestion Déléguée et
de l'Investissement
Responsable

→
Département Allocation
d'Actifs



**DIRECTION JURIDIQUE
ET DE LA COMMUNICATION**



AGENCE COMPTABLE



DIRECTION DES OPÉRATIONS ET DES RISQUES



Département Performance,
Risques financiers et
opérationnels

Département Système
d'information, organisation
et projets



↑
Département RH, Contrôle de
Gestion

→
Département Middle office

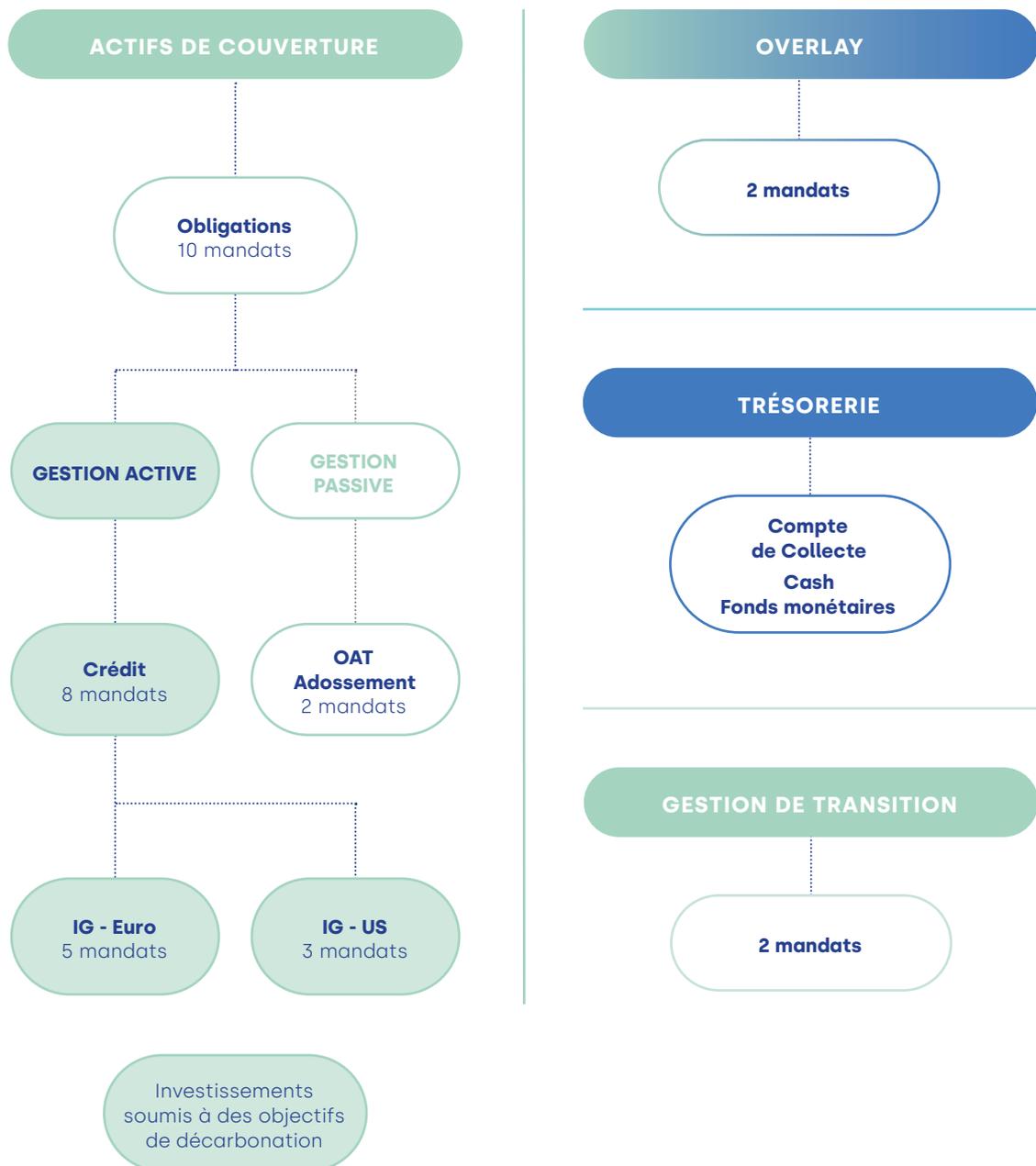


CARTOGRAPHIE

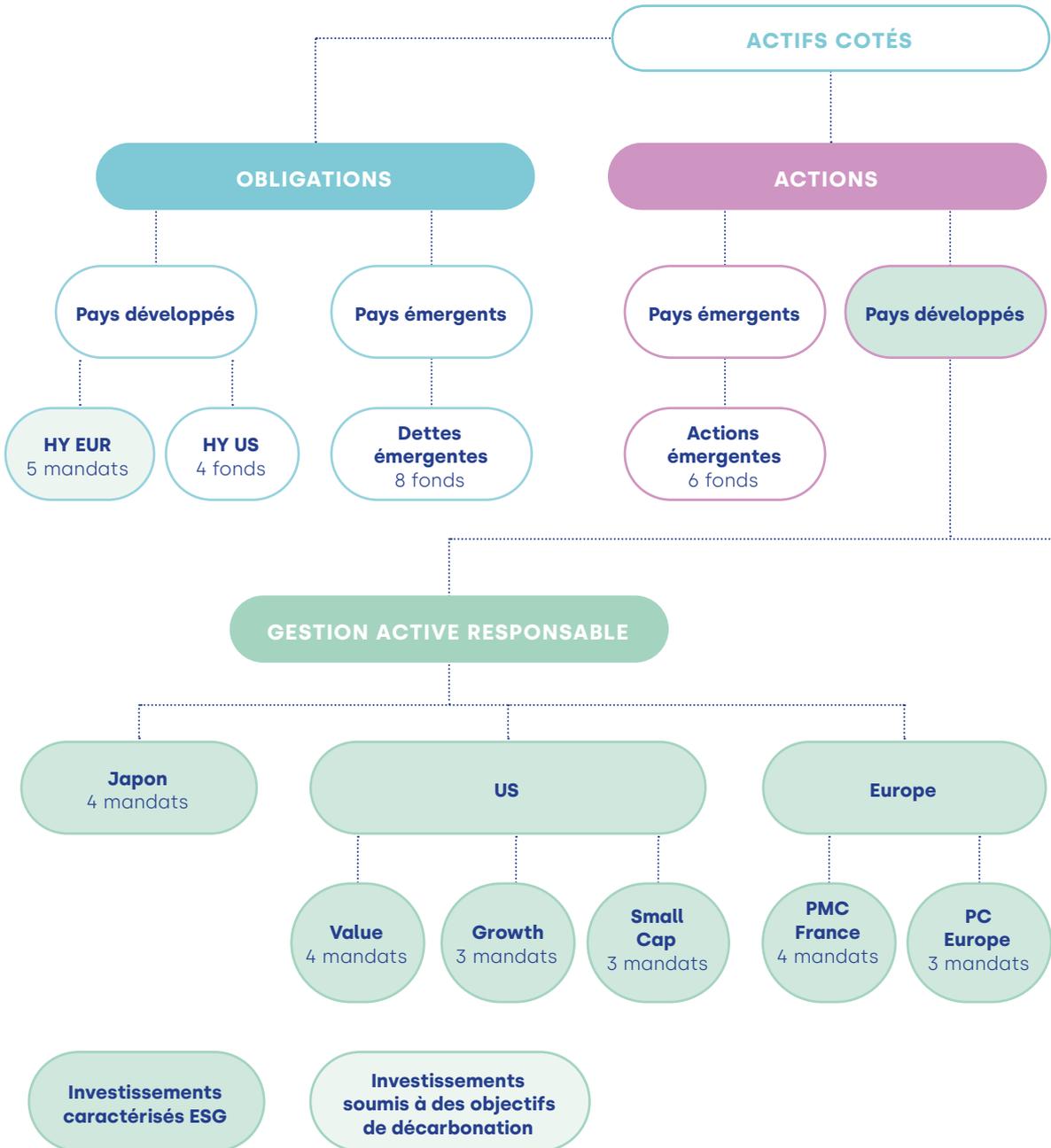
PARTIE 8

DU PORTEFEUILLE

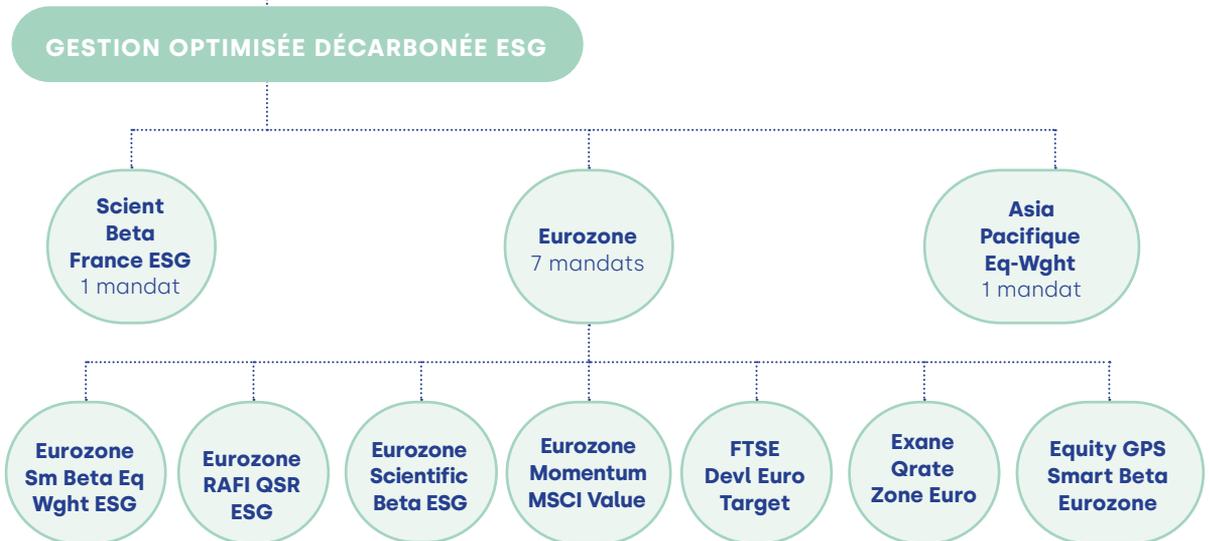
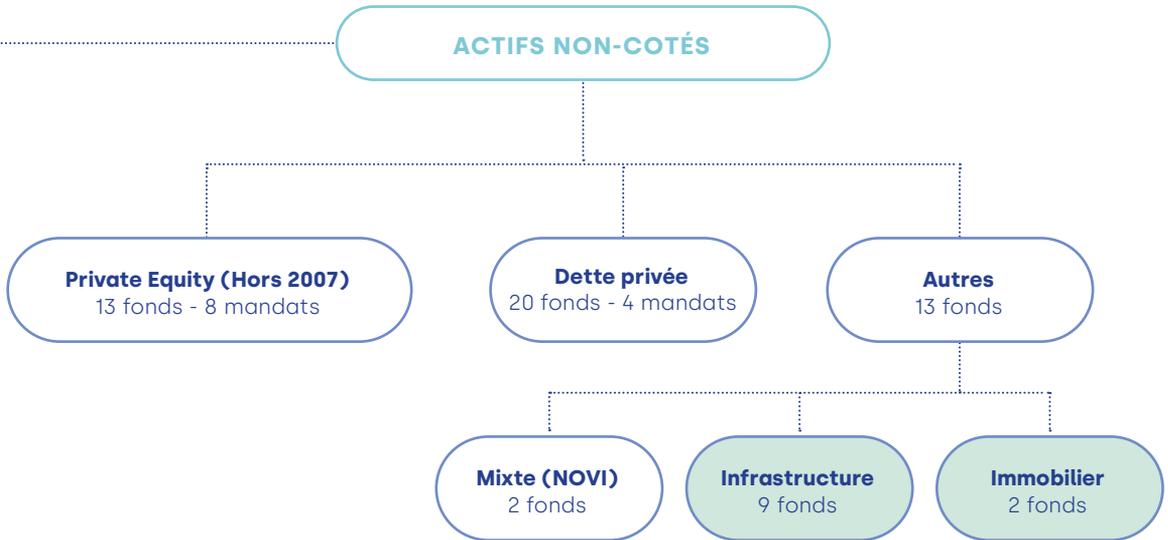
● **CARTOGRAPHIE DES ACTIFS DE COUVERTURE, DE L'OVERLAY, DE LA GESTION DE TRANSITION ET DE LA TRÉSORERIE AU 31/12/2022**



● **CARTOGRAPHIE DES ACTIFS DE PERFORMANCE
AU 31/12/2022 (INVESTISSEMENTS PHYSIQUES)**



CARTOGRAPHIE DU PORTEFEUILLE



PARTIE 9

PRESTATAIRES

DU FRR

SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR

● SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2022

2005FRR05 PROGRAMME DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- PANTHEON VENTURES (UK) LLP (FONDS EUROPÉEN DIVERSIFIÉ)

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

- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
- SCHELCHER PRINCE GESTION

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

- IDINVEST PARTNERS
- LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT

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

- ARDIAN
- SWEN CAPITAL PARTNERS
- LGT CAPITAL PARTNERS LIMITED

2016FRR05 MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – CAPITAL INNOVATION FRANCE

- IDINVEST
- TRUFFLE CAPITAL
- OMNES CAPITAL

2017FRR02 MANDATS DE GESTION – ADOSSEMENT OAT

- AXA INVESTMENT MANAGERS
- AMUNDI

2017FRR03 MANDATS DE FONDS DEDIES - CAPITAL DEVELOPPEMENT FRANCE

- LBO FRANCE
- ISATIS CAPITAL

2018FRR02 MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 1 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS EUROPÉENNES

- JP MORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) S.A.R.L.
- FIL GESTION
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE

2018FRR02 MANDATS DE GESTION ACTIVE – LOT 2 – ACTIONS DE PETITES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

- HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT
- BFT INVESTMENT MANAGERS
- AMIRAL GESTION
- SYCOMORE ASSET MANAGEMENT

2018FRR03

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 1 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « VALUE »

- AMUNDI ASSET MANAGEMENT
- DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT SA
- LAZARD FRERES GESTION
- T ROWE PRICE (LUXEMBOURG) MANAGEMENT SARL

2018FRR03

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « GROWTH »

- DAVY INVESTMENT FUND SERVICES LIMITED
- LEGG MASON INVESTMENTS IRELAND LTD
- T ROWE PRICE (LUXEMBOURG) MANAGEMENT SARL

2018FRR03

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE - ACTIONS AMÉRICAINES - LOT 2 : ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE, « PETITES CAPITALISATIONS »

- ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS IRELAND LIMITED
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE
- DAVY INVESTMENT FUND SERVICES LIMITED

2019FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE – ACTIONS JAPONAISES

- BFT INVESTMENT MANAGERS
- COMGEST
- MYRIA ASSET MANAGEMENT

- NOMURA ASSET MANAGEMENT EUROPE KVG MBH (NAM EUROPE)

2019FRR02

MANDATS DE GESTION OVERLAY

- AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS
- RUSSEL INVESTMENTS FRANCE

2020FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 1 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN EUROS

- AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS
- BFT INVESTMENT MANAGERS (M&G INVESTMENTS)
- BFT INVESTMENT MANAGERS (UNION INVESTMENT INSTITUTIONAL GmbH)
- BLACKROCK NETHERLANDS B.V.
- DWS INTERNATIONAL GMBH

2020FRR01

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES – LOT 2 – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HAUT RENDEMENT ÉMISES EN EUROS

- BLACKROCK NETHERLANDS B.V.
- CANDRIAM
- DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT SA
- DWS INTERNATIONAL GMBH
- THREADNEEDLE MANAGEMENT LUXEMBOURG SA

2021FRR01

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

- AMUNDI ASSET MANAGEMENT
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
- CANDRIAM

2021FRR02

MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE – OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE BONNE QUALITÉ ÉMISES EN DOLLARS

- ALLSPRING GLOBAL INVESTMENTS LUXEMBOURG S.A.
- FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL SERVICES SARL
- BFT INVESTMENT MANAGERS (METLIFE INVESTMENT MANAGEMENT LLC)

2021FRR03

GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- RUSSEL INVESTMENTS FRANCE
- BLACKROCK NETHERLANDS B.V.

● **AUTRES PRESTATAIRES**

2018FRR06

SUPPORTS DE COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR

- LUCIOLE

2019FRR03

PRESTATION D'ANALYSE DES RISQUES ET OPPORTUNITÉS EXTRA-FINANCIERS DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 - ANALYSE DU PORTEFEUILLE ET FOURNITURE D'UNE BAS DE DONNÉES DES RISQUES EXTRA-FINANCIERS

- VIGEO EIRIS

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

- ISS EUROPE

2019FRR04

PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 1 – ÉVALUATION DES RISQUES CLIMATIQUES DU PORTEFEUILLE

- S&P TRUCOST LIMITED

2019FRR04

PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 2 – CONTRIBUTION A LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

- S&P TRUCOST LIMITED

2019FRR04

PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE DU PORTEFEUILLE DU FRR – LOT 3 – ANALYSE DES IMPACTS ENVIRONNEMENTAUX ET DES RISQUES PHYSIQUES

- S&P TRUCOST LIMITED

2020FRR02

COMMISSAIRES AUX COMPTES

- MAZARS
- GRANT THORNTON

2022FRR02

SÉLECTION DE PRESTATAIRES DE SERVICES JURIDIQUES

- FIELDFISHER (FRANCE) LLP ET CABINET ÉMILIE MAZZEI
- KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP

2022FRR04

SUPPORTS DE COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR

- LUCIOLE

● **APPELS D'OFFRES LANCÉS
EN 2022 MAIS NON
FINALISÉS EN 2022**

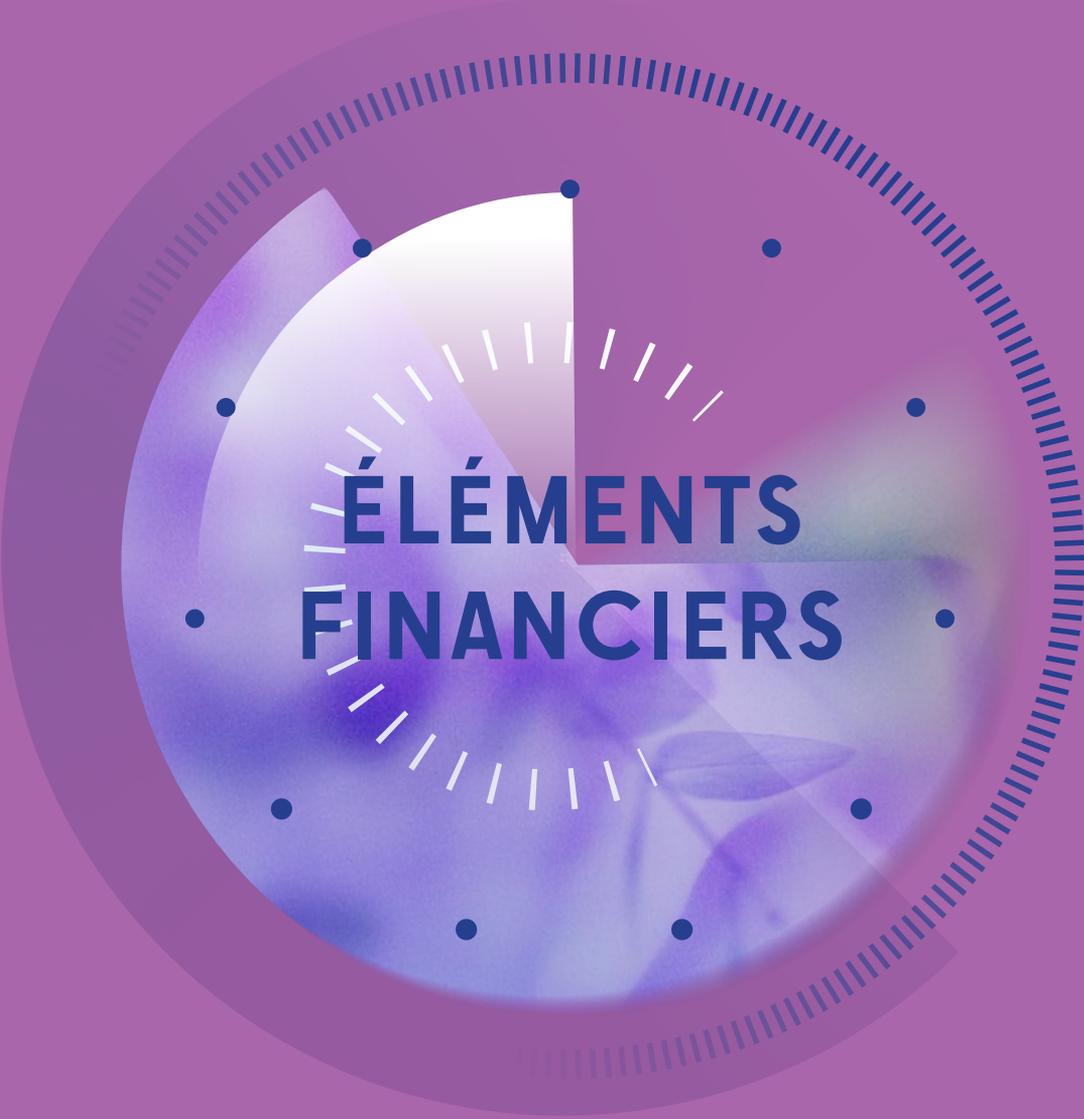
2022FRR01

**MANDATS DE GESTION ACTIVE
RESPONSABLE : OBLIGATIONS
D'ENTREPRISES A HAUT RENDEMENT
ÉMISES EN DOLLARS**

2022FRR03

**MANDATS DE GESTION ACTIVE
RESPONSABLE : D' ACTIONS
DE PETITES ET MOYENNES
CAPITALISATIONS EUROPÉENNES**

PRESTATAIRES DU FRR



ÉLÉMENTS FINANCIERS

SYNTHÈSE FINANCIÈRE ET COMPTABLE

Le résultat 2022 est déficitaire de 562 M€, après un résultat 2021 positif de 1564 M€.

Les actifs financiers, valeurs mobilières et disponibilités s'élèvent à 20,8 Md€ en diminution de 5 Md€ par rapports aux 25,9 Md€ relevés en 2021.

Les écarts d'estimation enregistrés au bilan, retracent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts positifs à 2,6 Md€ au 31 décembre 2021, chutent de 2,05 Md€ pour s'inscrire à 598 M€ à la date de l'arrêté.

Le résultat financier 2022 est déficitaire de 507 M€, après un résultat financier 2021 positif de 1648,70 M€.

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 443,20 M€ contre 451,30 M€ en 2021.

Les opérations de change dégagent un résultat négatif de 714,50 M€ alors qu'il s'élevait à - 231,60 M€ au 31 décembre 2021.

Les instruments financiers à terme enregistrent une perte de 1,10 M€, contre gain de 267,80 M€ en 2021.

Les cessions d'instruments financiers dégagent un déficit de 277,80 M€, contre un excédent de 1316,50 M€ en 2021.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle est positif à 36,3 contre un résultat négatif à 158,40 M€ 2021.

BILAN AU 31/12/2022

	2022		2021	
	Brut	Amortissement	Net	Net
ACTIF				
ACTIF IMMOBILISÉ				
Immobilisations incorporelles				
Autres immobilisations incorporelles	6 780 629,44	-5 779 720,17	1 000 909,27	971 456,27
Immobilisations corporelles				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	0,00	0,00
Total I	6 793 341,75	-5 792 432,48	1 000 909,27	971 456,27
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation	91 462,17		91 462,17	2 500,00
Créances diverses				
Instruments financiers	13 828 526,46		13 828 526,46	18 965 130,81
Opérations de change	5 157 698 877,99		5 157 698 877,99	7 339 457 255,04
Instruments financiers à terme	315 361 920,73		315 361 920,73	291 155 456,31
Instruments financiers				
Actions et valeurs assimilées	5 759 320 326,32		5 759 320 326,32	7 528 255 634,93
Obligations et valeurs assimilées	7 576 189 769,72		7 576 189 769,72	11 184 599 372,66
Titres de créances négociables	602 467 622,83		602 467 622,83	520 342 123,53
Organismes de placements collectifs	6 207 731 025,41		6 207 731 025,41	6 119 129 430,36
Disponibilités	737 159 980,97		737 159 980,97	576 576 539,44
Charges constatées d'avance			0,00	1 039 565,02
Total II	26 369 849 512,60	0,00	26 369 849 512,60	33 579 523 008,10
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	26 376 642 854,35	-5 792 432,48	26 370 850 421,87	33 580 494 464,37

ÉLÉMENTS FINANCIERS

PASSIF		
	2022	2021
CAPITAUX PROPRES		
Dotations	1 742 655 311,70	1 742 655 311,70
Réserves	2 286 323 232,06	722 543 052,97
Écart d'estimation	598 216 579,05	2 655 746 352,59
Résultat de l'exercice	-561 982 986,51	1 563 780 179,09
Total I	4 065 212 136,30	6 684 724 896,35
DETTES		
Dettes financières		
Dettes CADES - 1 an	2 100 000 000,00	2 100 000 000,00
Dettes CADES + 1 an	15 150 000 000,00	17 250 000 000,00
Dettes d'exploitation	40 474 796,75	63 193 796,44
Dettes diverses		
Instruments financiers	62 755 717,52	8 888 670,88
Opérations de change	4 911 421 831,14	7 433 160 830,53
Instruments financiers à terme	40 985 795,72	40 526 270,17
Produits constatés d'avance	144,44	0,00
Total II	22 305 638 285,57	26 895 769 568,02
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	26 370 850 421,87	33 580 494 464,37

COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/12/2022

CHARGES			
	2022	2021	
CHARGES D'EXPLOITATION			
Services extérieurs	85 657 201,64	84 041 643,06	
Rémunération sociétés de gestion	62 732 234,04		
Gestion administrative CDC	19 697 416,72		
Autres	3 227 550,88		
Impôts et taxes et versements assimilés	91 298,31	89 484,55	
Taxe sur les salaires	91 298,31		
Charges de personnel	1 038 816,20	1 008 582,00	
Salaires et traitements	766 920,19		
Charges sociales	271 896,01		
Dotations aux amortissements	289 294,00	297 434,00	
Dotations aux amortissements	289 294,00		
Total I	87 076 610,15	87 076 610,15	85 437 143,61
CHARGES FINANCIÈRES			
Charges financières	2 679 887 908,78	1 282 478 997,05	
Pertes de change	943 898 047,76		
Charges sur instruments financiers à terme	445 331 492,58		
Charges sur cession d'instruments financiers	925 973 114,52		
Charges sur options	359 487 169,73		
Autres charges financières	5 198 084,19		
Total II	2 679 887 908,78	2 679 887 908,78	1 282 478 997,05
CHARGES EXCEPTIONNELLES			
Charges exceptionnelles	0,00	0,00	
Sur opérations de gestion	0,00		
Total III	0,00	0,00	0,00
Résultat de l'exercice	-561 982 986,51	1 563 780 179,09	
TOTAL GÉNÉRAL	2 204 981 532,42	2 931 696 319,75	

ÉLÉMENTS FINANCIERS

PRODUITS			
	2022	2021	
PRODUITS D'EXPLOITATION			
Services extérieurs	32 484 030,87	462 258,61	
Autres	32 484 030,87		
Total I	32 484 030,87	32 484 030,87	462 258,61
PRODUITS FINANCIERS			
Produits financiers	2 172 325 812,76	2 931 192 095,30	
Revenus	443 252 078,64		
Gains de change	229 395 134,63		
Produits sur instruments financiers à terme	444 182 953,64		
Produits sur cession d'instruments financiers	648 213 949,72		
Produits sur options	395 835 255,76		
Autres produits financiers	11 446 440,37		
Total II	2 172 325 812,76	2 172 325 812,76	2 931 192 095,30
PRODUITS EXCEPTIONNELS			
Produits exceptionnels	171 688,79	41 965,84	
Sur opérations de gestion	171 688,79		
Total III	171 688,79	171 688,79	41 965,84
TOTAL GÉNÉRAL	2 204 981 532,42	2 204 981 532,42	2 931 696 319,75

ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2022

● RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉES

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

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

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

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

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

Les valorisations sont effectuées sur les positions au vendredi soir ou dernier jour ouvré TARGET de la semaine, et le dernier jour ouvré TARGET du mois, par défaut sur

la base du cours de clôture de la place de référence de l'émetteur, au cas par cas, sur la place principale de cotation.

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

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

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

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

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

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

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

Les OPC d'actifs non cotés sont valorisés sur la base des dernières valorisations

communiquées par les gérants si elles sont inférieures à leur coût d'acquisition, ou au pair quand elles leur sont supérieures.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Certains mandats font l'objet d'une rémunération variable en cas de surperformance définie comme l'écart mathématique positif

entre la performance du portefeuille et celle de son benchmark. Cette rémunération est acquise au terme du mandat de gestion dès lors que la surperformance est confirmée sur les périodes considérées dans la limite des plafonds définis contractuellement.

● PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

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

Bilan :

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

- Les « Créances » et « Dettes liées aux instruments financiers » regroupent les opérations sur les instruments financiers effectuées par les sociétés d'investissement dont l'encaissement ou le décaissement n'est pas encore intervenu (coupons échus, ventes ou achats en attente de règlement).
- Les « Créances » et « Dettes liées aux opérations de change » regroupent les opérations en instance qu'il s'agisse des opérations de change au comptant ou des contrats de change à terme.
- Les « Créances » et « Dettes liées aux instruments financiers à terme » regroupent les opérations en instance liées aux futures (marge à régler ou à recevoir, dépôt de garantie), primes sur options, et aux swaps (flux à régler ou à recevoir).
- Les « Instruments financiers » sont classés en quatre catégories : actions et valeurs assimilées, obligations et valeurs assi-

milées, titres de créances négociables, organismes de placements collectifs, dont les fonds de capital investissement et les OPC d'actifs non cotés. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les OPC d'actifs non cotés.

- Les « Disponibilités » regroupent l'ensemble des comptes numéraires du FRR en euro et en devises (évalués à leurs cours du dernier jour de l'exercice) ainsi que les intérêts courus au titre de la rémunération de ces comptes courants et des comptes à terme.
- Les « Capitaux propres » regroupent :
 - Les « Dotations » correspondant au solde des abondements reçus par le Fonds de réserve pour les retraites depuis sa création en 1999, minorées des sommes affectées à la CADES,
 - Les « Réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création, diminuées des sommes affectées à la dette CADES,
 - Les « Écarts d'estimation » représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêt,
 - Le résultat de l'exercice.

● FAITS MARQUANTS

Pour mémoire, la contribution exceptionnelle, forfaitaire et libératoire mentionnée à l'article 19 de la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 versée au FRR par la CNIEG, conformément à une décision du Haut Conseil Interministériel de la comptabilité des organismes de sécurité sociale en date du 20 avril 2005, comptabilisée dans les comptes du FRR comme une dette a été soldée et remboursée le 31/07/2020

en application de la loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie.

La « Dette CADES » est présentée en « dette à moins d'un an » et en « dette à plus d'un an ». La loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie dispose par ailleurs qu'à compter de 2025 le FRR verse chaque année à la CADES, 1,45 Md€ au titre du financement de l'amortissement de la dette sociale.

La dette complémentaire de 13 050 000 000,00 € est enregistrée au bilan du FRR en « dette à plus d'un an » par apurement des postes « réserves » et « dotations » des capitaux propres.

À noter une modification dans la présentation du résultat d'exploitation. En 2022, la différence entre la contrepassation de la charge à payer sur frais de gestion variables « in fine » 2021 et le montant de ces frais réellement payés en 2022 est inscrite en produits d'exploitation. En 2021 cette différence était imputée au crédit du compte de classe 6 « Frais de gestion ».

Ce changement de présentation a pour effet :

- D'une part de faire cadrer les calculs extra-comptables de frais de gestion déterminés par le département middle-office de la Direction des Opérations, avec la balance comptable à la date d'arrêt,
- D'autre part de majorer le montant des charges d'exploitation et le montant des produits d'exploitation au regard de l'exercice précédent. Il n'engendre cependant pas d'impact sur le résultat d'exploitation global.

● COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS À L'ACTIF

Immobilisations

TABLEAU DES IMMOBILISATIONS ET DES AMORTISSEMENTS

Rubriques et postes	IMMOBILISATIONS			
	Valeur brute au début de l'exercice	Augmentation	Diminution	Valeurs brutes à la fin de l'exercice
Immobilisations incorporelles	6 460 882,44	406 153,00	-87 406,00	6 779 629,44
Prise de participation	1 000,00	0,00	0,00	1 000,00
I Total	6 461 882,44	406 153,00	-87 406,00	6 780 629,44
Immobilisations corporelles	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
II Total	12 712,31	0,00	0,00	12 712,31
Total général	6 474 594,75	406 153,00	-87 406,00	6 793 341,75

Rubriques et postes	AMORTISSEMENTS				
	Cumulés au début de l'exercice	Dotation	Diminution	Cumulés à la fin de l'exercice	Valeur nette comptable
Immobilisations incorporelles	-5 490 426,17	-289 294,00	0,00	-5 779 720,17	999 909,27
Prise de participation	0,00	0,00	0,00	0,00	1 000,00
I Total	-5 490 426,17	-289 294,00	0,00	-5 779 720,17	1 000 909,27
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
II Total	-12 712,31	0,00	0,00	-12 712,31	0,00
Total général	-5 503 138,48	-289 294,00	0,00	-5 792 432,48	1 000 909,27

Créances liées à la gestion financière

Créances	31/12/2022
Liées aux instruments financiers	
Coupons échus à l'encaissement	6 985 924,53
Ventes en attente de règlement	5 738 889,15
Commissions / ristournes à recevoir	1 103 712,78
Total	13 828 526,46
Liées aux opérations de change	
Achats à terme	199 872 665,53
Devises à recevoir à terme	4 936 912 701,81
Devises à recevoir au comptant	37 806,20
Déport	20 875 704,45
Total	5 157 698 877,99
Liées aux instruments financiers à terme	
Dépôts de garantie	211 195 475,34
Marge à recevoir	893 624,27
Prime sur option	103 272 821,12
Total	315 361 920,73

ÉLÉMENTS FINANCIERS

Instruments financiers

VARIATIONS DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIÈRES

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2021

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	6 001 524 761,09	1 526 730 873,84		7 528 255 634,93
Obligations	11 210 111 698,90	-123 733 735,31	98 221 409,07	11 184 599 372,66
TCN	520 550 000,00	-207 876,47		520 342 123,53
Organismes de placements collectifs	4 930 323 321,93	1 188 806 108,43		6 119 129 430,36
OPCVM	4 340 268 012,84	1 138 982 898,72		5 479 250 911,56
Autres OPC	590 055 309,09	49 823 209,71		639 878 518,80
<i>Fonds de Capital Investissement</i>	0,00	60 250 127,52		60 250 127,52
<i>OPC d'actifs non cotés</i>	590 055 309,09	-10 426 917,81		579 628 391,28
Total	22 662 509 781,92	2 591 595 370,49	98 221 409,07	25 352 326 561,48

PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2022

	Valeur d'acquisition	Écarts d'estimation	Coupons courus	Valeur Bilan
Actions	5 502 744 169,41	256 576 156,91		5 759 320 326,32
Obligations	8 616 131 286,87	-1 120 238 776,61	80 297 259,46	7 576 189 769,72
TCN	607 304 972,37	-4 837 349,54		602 467 622,83
Organismes de placements collectifs	5 130 335 651,58	1 077 395 373,83		6 207 731 025,41
OPCVM	4 625 035 745,05	1 054 483 649,54		5 679 519 394,59
Autres OPC	505 299 906,53	22 911 724,29		528 211 630,82
<i>Fonds de Capital Investissement</i>	0,00	32 712 458,91		32 712 458,91
<i>OPC d'actifs non cotés</i>	505 299 906,53	-9 800 734,62		495 499 171,91
Total	19 856 516 080,23	208 895 404,59	80 297 259,46	20 145 708 744,28

	31/12/2021	31/12/2022
Actions	7 528 255 634,93	5 759 320 326,32
Obligations	11 184 599 372,66	7 576 189 769,72
TCN	520 342 123,53	602 467 622,83
Organismes de placements collectifs	6 119 129 430,36	6 207 731 025,41
OPCVM	5 479 250 911,56	5 679 519 394,59
Autres OPC	639 878 518,80	528 211 630,82
<i>Fonds de Capital Investissement</i>	60 250 127,52	32 712 458,91
<i>OPC d'actifs non cotés</i>	579 628 391,28	495 499 171,91
Total	25 352 326 561,48	20 145 708 744,28

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE

	31/12/2021	31/12/2022
< 3 mois	2,15 %	3,69 %
> 3 mois < 1 an	4,22 %	7,08 %
1 à 3 ans	16,69 %	19,61 %
3 à 5 ans	25,00 %	22,76 %
5 à 7 ans	19,96 %	17,84 %
7 à 10 ans	18,16 %	18,90 %
10 à 15 ans	7,31 %	2,91 %
> 15 ans	6,50 %	7,21 %
	100,00 %	100,00 %

VENTILATION DU PORTEFEUILLE PAR NATURE DE TAUX

	31/12/2021	31/12/2022
Taux fixe	93,46 %	93,0 %
Taux indexé	0,01 %	0,02 %
Taux variable	6,53 %	6,92 %
	100,00 %	100,00 %

ÉLÉMENTS FINANCIERS

VENTILATION DU PORTEFEUILLE D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR DEVISE DE COTATION

Devise	Actions	Obligations	Titres de créances négociables	Organismes de placements collectifs			Total
				OPCVM ¹	Autres OPC		
					OPC ANC ²	LP ³ et FCPR	
AUD	93 576 948,79						93 576 948,79
CAD	0,00						0,00
CHF	39 411 443,94						39 411 443,94
DKK	11 935 146,35						11 935 146,35
EUR	2 985 314 020,46	6 102 168 620,82	602 467 478,39	3 391 190 705,59	495 499 171,91	32 484 907,00	13 609 124 904,17
GBP	221 297 744,84						221 297 744,84
HKD	52 166 875,02						52 166 875,02
JPY	644 319 439,60						644 319 439,60
NOK	17 022 091,06						17 022 091,06
NZD	7 991 186,82						7 991 186,82
SEK	49 672 614,49						49 672 614,49
SGD	24 725 973,34						24 725 973,34
USD	1 611 886 841,61	1 474 021 148,90		2 288 328 689,00		227 551,91	5 374 464 231,42
					495 499 171,91	32 712 458,91	
TOTAL NET D'IPA⁴	5 759 320 326,32	7 576 189 769,72	602 467 478,39	5 679 519 394,59		528 211 630,82	20 145 708 599,84
	IPA sur bons du Trésor		0,00				
	IPA sur bons du Trésor étrangers		0,00				
	IPA sur certificats de dépôts		144,44				
	Total IPA		144,44				
TOTAL	5 759 320 326,32	7 576 189 769,72	602 467 622,83			6 207 731 025,41	20 145 708 744,28

1. Dont Exchange Traded Funds.

2. Organismes de placements collectifs d'actifs non cotés.

3. Limited Partnership : Fonds de capital investissement.

4. IPA : Intérêts perçus d'avance.

RELEVÉ DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2022

Instruments financiers	Total net d'IPA	IPA	Total portefeuille
Actions			
Européennes zone euro	2 985 314 020,46		2 985 314 020,46
Européennes hors zone euro	339 339 040,68		339 339 040,68
Amérique	1 611 886 841,61		1 611 886 841,61
Asie hors Japon	178 460 983,97		178 460 983,97
Japon	644 319 439,60		644 319 439,60
	5 759 320 326,32		5 759 320 326,32
Obligations			
Européennes zone euro	6 102 168 620,82		6 102 168 620,82
Amérique	1 474 021 148,90		1 474 021 148,90
	7 576 189 769,72		7 576 189 769,72
Titres de créances négociables			
Européens zone euro	602 467 478,39	144,44	602 467 622,83
Amérique			
	602 467 478,39	144,44	602 467 622,83
Organismes de placements collectifs			
OPCVM			
Européens zone euro	3 391 190 705,59		3 391 190 705,59
Européens hors zone euro	0,00		0,00
Amérique	2 288 328 689,00		2 288 328 689,00
	5 679 519 394,59		5 679 519 394,59
Autres OPC			
Fonds de capital investissement			
Europe	32 484 907,00		32 484 907,00
Amérique	227 551,91		227 551,91
	32 712 458,91		32 712 458,91
OPC d'actifs non cotés			
Europe	495 499 171,91		495 499 171,91
	495 499 171,91		495 499 171,91
	528 211 630,82		528 211 630,82
	6 207 731 025,41		6 207 731 025,41
TOTAL GÉNÉRAL	20 145 708 599,84	144,44	20 145 708 744,28

ÉLÉMENTS FINANCIERS

ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS D'ACTIFS NON COTÉS

Fonds	Engagements à l'origine	Engagements à la date d'arrêté	Valeur Bilan Ex. n-1	Versements de la période		Valeur Bilan Ex. n	Valorisation à la date d'arrêté
				Appels de fonds	Distribution d'avoirs		
FONDS COMMUNS DE TITRISATION (505300)	1 035 000 000	1 111 000 000	590 055 310	24 214 827	-108 970 230	505 299 907	495 499 172
OPCVM (508100)	2 895 190 000	3 086 900 000	1 671 135 342	356 216 561	-216 546 441	1 820 752 180	2 337 638 441
TOTAL	3 930 190 000	4 197 900 000	2 261 190 652	380 431 389	-325 516 671	2 326 052 086	2 833 137 613

Disponibilités

Devises	Total
AUD	272 415,52
CAD	0,00
CHF	934 068,12
DKK	404 133,61
EUR	522 950 940,86
GBP	2 229 956,94
HKD	276 921,87
JPY	22 268 945,34
NOK	332 493,69
NZD	40 474,96
SEK	416 173,51
SGD	103 558,41
USD	186 929 898,14
Total	737 159 980,97

● COMPLÉMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU PASSIF

Évolution des capitaux permanents

Capitaux propres	31/12/2021	Affectation résultat 2020	Résultat 2021	[+]	[-]	31/12/2022
Dotations	1 742 655 311,70					1 742 655 311,70
Réserves	722 543 052,97	1 563 780 179,09				2 286 323 232,06
Écarts d'estimation	2 655 746 352,59				2 057 529 773,54	598 216 579,05
Résultat de l'exercice	1 563 780 179,09	-1 563 780 179,09	-561 982 986,51			-561 982 986,51
Sous-Total	6 684 724 896,35	0,00	-561 982 986,51	0,00	2 057 529 773,54	4 065 212 136,30
Dettes long terme	31/12/2021					31/12/2022
CADES + 1 an	17 250 000 000,00				2 100 000 000,00	15 150 000 000,00
Sous-Total	17 250 000 000,00	0,00	0,00	0,00	2 100 000 000,00	15 150 000 000,00
Total capitaux permanents	23 934 724 896,35	0,00	-561 982 986,51	0,00	4 157 529 773,54	19 215 212 136,30

Résultats des derniers exercices

	2019	2020	2021	2022
Résultats de l'exercice	841 482 768,05	722 543 052,97	1 563 780 179,09	-561 982 986,51

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

● DETTES

Échéancier des dettes

Dettes	Total	- 1 an	+ 1 an	Dont 1 à 5 ans	Dont + de 5 ans
Dettes CADES	17 250 000 000,00	2 100 000 000,00	15 150 000 000,00	7 900 000 000,00	7 250 000 000,00
Dettes d'exploitation	40 474 796,75				
Dettes liées aux instruments financiers	62 755 717,52				
Dettes liées aux opérations de change	4 911 421 831,14				
Dettes liées aux instruments financiers à terme	40 985 795,72				
	22 305 638 141,13	2 100 000 000,00	15 150 000 000,00	7 900 000 000,00	7 250 000 000,00

DETTES LIÉES À LA GESTION FINANCIÈRE

Dettes	31/12/2022
Liées aux instruments financiers	
Achats en attente de règlement	62 755 717,52
Total	62 755 717,52
Liées aux opérations de change	
Ventes à terme	4 705 063 552,47
Devises à livrer à terme	204 753 217,72
Devises à livrer au comptant	37 871,19
Report	1 567 189,76
Total	4 911 421 831,14
Liées aux instruments financiers à terme	
Marge à régler	27 748 810,24
Prime sur options	13 236 985,48
Total	40 985 795,72

Produits constatés d'avance

Les produits constatés d'avance s'élèvent à **144,44 €**. Ils correspondent aux intérêts précomptés sur certains titres de créances négociables.

● COMPLÉMENTS D'INFORMATION RELATIFS AU COMPTE DE RÉSULTAT

CHARGES D'EXPLOITATION

	Montant
Services Extérieurs	85 657 201,64
<i>Gestion Administrative (Caisse des dépôts et consignations)</i>	19 697 416,72
Rémunération des sociétés d'investissement	62 732 234,04
Autres services extérieurs	3 227 550,88
<i>Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme</i>	<i>2 500 041,82</i>
Impôts et taxes	91 298,31
Personnel	1 038 816,20
Amortissements	289 294,00
Total	87 076 610,15

PRODUITS D'EXPLOITATION

	Montant
Services Extérieurs	32 484 030,87
Autres services extérieurs	32 484 030,87

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	2				2
Employés	4				4
	8				
Total	7				8
Autres ¹				2	

1. Agent Comptable et Présidente du Conseil de Surveillance.

● ENGAGEMENTS HORS BILAN

CONTRATS DE CHANGE À TERME

Codes devises	Devise à recevoir	%	Devise à livrer	%
AUD	86 550 523,98	1,75 %	3 241 140,29	1,58 %
CAD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
CHF	36 066 212,20	0,73 %	1 639 829,95	0,80 %
DKK	11 708 566,58	0,24 %	2 013 882,79	0,98 %
GBP	235 486 072,32	4,77 %	30 309 280,61	14,80 %
HKD	56 283 173,91	1,14 %	4 744 310,84	2,32 %
JPY	194 439 727,41	3,94 %	13 255 135,40	6,47 %
NOK	18 342 361,42	0,37 %	3 692 394,35	1,80 %
NZD	7 440 482,00	0,15 %	23 830,83	0,01 %
SEK	48 184 526,18	0,98 %	4 296 274,12	2,10 %
SGD	23 913 849,19	0,48 %	1 088 931,02	0,53 %
USD	4 218 497 206,62	85,45 %	140 448 207,52	68,59 %
Total	4 936 912 701,81	100,00 %	204 753 217,72	100,00 %

ÉLÉMENTS FINANCIERS

TITRES ET ESPÈCES EN DEPOSIT AU 31/12/2022

Code valeur	Libellé valeur	Quantité	Prix de revient	Valeur boursière
DG.AUD	DEPOSIT AUD	59 760,00	39 260,23	37 972,99
DG.EUR	DEPOSIT EUR	84 261 156,26	84 261 156,26	84 261 156,26
DG.EUR	DEPOSIT EUR	390 314,30	390 314,30	390 314,30
DG.EUR	DEPOSIT EUR	1 564 968,80	1 564 968,80	1 564 968,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	927 047,80	927 047,80	927 047,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	73 031,70	73 031,70	73 031,70
DG.EUR	DEPOSIT EUR	113 605,60	113 605,60	113 605,60
DG.EUR	DEPOSIT EUR	336 770,80	336 770,80	336 770,80
DG.EUR	DEPOSIT EUR	150 122,50	150 122,50	150 122,50
DG.HKD	DEPOSIT HKD	311 819,00	39 006,44	37 433,92
DG.JPY	DEPOSIT JPY	163 400 000,00	1 178 163,69	1 160 360,54
DG.SGD	DEPOSIT SGD	11 550,00	8 143,44	8 069,02
DG.USD	DEPOSIT USD	75 407 675,20	74 464 189,83	70 656 055,46
DG.USD	DEPOSIT USD	54 940 499,20	54 070 068,28	51 478 565,65
			217 615 849,67	211 195 475,34

AUTRES ENGAGEMENTS

Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

Futures sur change

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
EC0323	CHI FUTUR EUR/U 0323	USD	919,00	1,08	115 752 237,06
ECJPY0323	CHI EURO/JPY 0323	JPY	93,00	139,54	11 519 472,33
					127 271 709,39

RAPPORT ANNUEL 2022

Futures sur indices

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
AP0323	SYD FUTURE SPI2 0323	AUD	4,00	6 992,00	444 289,12
FCE0123	Mar CAC40 0123	EUR	6 590,00	6 470,50	426 405 950,00
FDAX0323	EUR FUTURE DAX 0323	EUR	921,00	13 988,00	322 073 700,00
FESX0323	EUR DJ EURO STO 0323	EUR	11 446,00	3 785,00	433 231 100,00
FESX0323	EUR DJ EURO STO 0323	EUR	18,00	3 785,00	681 300,00
FESX0323	EUR DJ EURO STO 0323	EUR	30,00	3 785,00	1 135 500,00
FESX0323	EUR DJ EURO STO 0323	EUR	83,00	3 785,00	3 141 550,00
FESX0323	EUR DJ EURO STO 0323	EUR	39,00	3 785,00	1 476 150,00
FMCE_FA0323	EUR EURO STOXX 0323	EUR	1 618,00	448,60	36 291 740,00
FTI0123	Mar FUTURE AEX 0123	EUR	2 025,00	689,65	279 308 250,00
HSI0123	HKF HANG SENG I 0123	HKD	3,00	19 915,00	358 619,90
IX0123	MEF IBEX 35 0123	EUR	1 460,00	8 194,30	119 636 780,00
SG_FQ0123	SIM MSCI SINGAP 0123	SGD	7,00	290,55	142 088,17
SPMIB0323	ITA SPMIB INDEX 0323	EUR	1 153,00	23 708,00	136 676 620,00
TP0323	OSA TOPIX 0323	JPY	134,00	1 891,50	17 999 152,22
					1 779 002 789,40

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
EMD0323	CHI FUTURE SPI4 0323	USD	48,00	2 442,60	10 985 692,20
ES0323	CHI FUTUR SPMIN 0323	USD	204,00	3 861,00	36 900 632,47
RTY_FG0323	CHI E MINI RUSS 0323	USD	375,00	1 770,90	31 112 087,14
					78 998 411,80

ÉLÉMENTS FINANCIERS

Futures sur taux

Acheteur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FBTP0323	EUR EURO BTP FU 0323	EUR	3,00	108,92	326 760,00
FGBL0323	EUR EURO BUND F 0323	EUR	422,00	132,93	56 096 460,00
FGBL0323	EUR EURO BUND F 0323	EUR	97,00	132,93	12 894 210,00
FGBM0323	EUR EURO BOBL F 0323	EUR	117,00	115,75	13 542 750,00
					82 860 180,00

Vendeur

Code valeur	Libellé valeur	Dev.	Quantité	Cours	Engagement HB valorisé
FGBM0323	EUR EURO BOBL F 0323	EUR	257,00	115,75	29 747 750,00
FGBS0323	EUR EURO SCHATZ 0323	EUR	71,00	105,42	7 484 820,00
FGBS0323	EUR EURO SCHATZ 0323	EUR	210,00	105,42	22 138 200,00
FGBX0323	EUR FUTURE EURO 0323	EUR	15,00	135,24	2 028 600,00
FOAT0323	EUR EURO OAT FU 0323	EUR	53,00	127,30	6 746 900,00
					68 146 270,00

OPTIONS D'ACHAT SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0223C-1	EURO STOXX 50 C 2302 4250.00	-13 761,00	4 250,00	3 793,62	0,032	0,032	-16 705 281,54
OESX0323C-1	EURO STOXX 50 C 2303 4175.00	-52 870,00	4 175,00	3 793,62	0,106	0,105	-212 602 810,76
OSPX0223C-1	S&P 500 C 2302 4300.00	-1 164,00	4 300,00	3 839,50	0,051	0,049	-4 271 315,56
OSPX0323C-1	S&P 500 C 2303 4220.00	-520,00	4 220,00	3 839,50	0,160	0,144	-5 986 346,19
OSPX0323C-2	S&P 500 C 2303 4180.00	-520,00	4 180,00	3 839,50	0,192	0,161	-7 183 615,42
OSPX0323C-3	S&P 500 C 2303 4200.00	-772,00	4 200,00	3 839,50	0,175	0,147	-9 720 617,42
Total en valeur absolue							256 469 986,90

OPTIONS DE VENTE SUR INDICES

Code valeur	Libellé valeur Fininfo	Quantité	Prix d'exercice	Cours du support	Delta (Mid)	Delta (Last)	Valeur d'engagement (valeur du sous-jacent)
OESX0323P-3	EURO STOXX 50 P 2303 3625.00	-52 870,00	3 625,00	3 793,62	-0,311	-0,313	623 768 624,03
OESX0323P-4	EURO STOXX 50 P 2303 3875.00	52 870,00	3 875,00	3 793,62	-0,579	-0,583	-1 161 292 711,63
OESX0623P-1	EURO STOXX 50 P 2306 3575.00	-27 522,00	3 575,00	3 793,62	-0,349	-0,35	364 383 953,64
OESX0623P-2	EURO STOXX 50 P 2306 3825.00	27 522,00	3 825,00	3 793,62	-0,531	-0,533	-554 406 531,19
OSPX0323P-1	S&P 500 P 2303 3875.00	1 164,00	3 875,00	3 839,50	-0,486	-0,492	-40 703 124,79
OSPX0323P-2	S&P 500 P 2303 3625.00	-1 164,00	3 625,00	3 839,50	-0,261	-0,259	21 859 085,54
OSPX0323P-3	S&P 500 P 2303 3860.00	520,00	3 860,00	3 839,50	-0,470	-0,476	-17 584 891,92
OSPX0323P-4	S&P 500 P 2303 3600.00	-520,00	3 600,00	3 839,50	-0,243	-0,246	9 091 763,27
OSPX0323P-5	S&P 500 P 2303 3560.00	-1 292,00	3 560,00	3 839,50	-0,216	-0,22	20 079 586,57
OSPX0323P-6	S&P 500 P 2303 3820.00	1 292,00	3 820,00	3 839,50	-0,430	-0,458	-39 973 251,04
Total en valeur absolue							2 853 143 523,62

RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

mazars

61, rue Henri Regnault
92075 Paris La Défense Cedex

 Grant Thornton

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

FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes
annuels

Exercice clos le 31 décembre 2022

FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES

56, rue de Lille
75007 Paris

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels

Exercice clos le 31 décembre 2022

Aux membres de Conseil de Surveillance,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de Surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2022, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

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

Fondement de l'opinion

Référentiel d'audit

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

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

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1^{er} janvier 2022 à la date d'émission de notre rapport.

Observation

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur le point suivant exposé dans la note « Faits marquants » de l'annexe des comptes annuels concernant le changement de présentation de la contrepassation de la charge à payer sur frais de gestion variables « in fine » de l'exercice précédent.

Justification des appréciations

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

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

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

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

Vérifications spécifiques

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

Informations données dans le rapport de gestion et dans les autres documents sur la situation financière et les comptes annuels adressés aux membres du Conseil de Surveillance

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

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

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

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

Les comptes annuels ont été arrêtés par le Directoire.

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

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

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

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

En outre :

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

ÉLÉMENTS FINANCIERS

- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la direction de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité de l'Etablissement à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier ;
- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Les Commissaires aux comptes

Mazars

Courbevoie, le 10 mars 2023

Grant Thornton

Neuilly-sur-Seine, le 10 mars 2023

DocuSigned by:
Gilles Dunand-Roux
F03E23C213CF452...

DocuSigned by:
Jean-Luc Mendiela
EC3E18C0'E5D480..

DocuSigned by:
Leslie FITOUSSI
E2FF436E12024AF.

Gilles DUNAND-
ROUX
Associé

Jean-Luc MENDIELA
Associé

Leslie FITOUSSI
Associée



Fonds de Réserve pour les Retraités
56 rue de Lille 75007, Paris -
www.fondsdereserve.fr