



# FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

---

RAPPORT  
ANNUEL 2025

# SOMMAIRE

## INTRODUCTION

2025 en chiffres	04
Le mot de la Présidente du Conseil de Surveillance et du Directoire	06
2001-2026 : 25 ans au service de notre raison d'être	10
Faits marquants en 2025	12
Les instances	14
Nos équipes	16

## PARTIE 1

LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DU FRR CRÉE DE LA VALEUR DURABLE	18
---	----

---

Les missions du FRR	19
Un processus de gestion rigoureux	27

# « Investir pour créer de la valeur durable au service des **grands enjeux publics de demain** »

## **PARTIE 2**

### **AU SERVICE DES GRANDS ENJEUX PUBLICS DE DEMAIN : LA RESPONSABILITÉ AU CŒUR DE LA GESTION DU FRR 56**

---

La stratégie d'investissement responsable du FRR et son histoire **57**

Mise en œuvre de la stratégie d'investissement responsable dans le portefeuille du FRR **59**

Un engagement continu auprès des gérants et des entreprises **70**

## **PARTIE 3**

### **AU SERVICE DES GRANDS ENJEUX PUBLICS DE DEMAIN : UN MAILLON ESSENTIEL DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE 74**

---

Le soutien de l'économie française et européenne, au cœur de la stratégie d'investissement du FRR **75**

Un soutien important par l'intermédiaire des actifs cotés **76**

Un soutien important par l'intermédiaire des actifs non cotés **81**

## **PARTIE 4**

### **ÉLÉMENTS FINANCIERS 87**

---

Coûts du FRR **88**

Principaux éléments comptables **89**

Annexe aux comptes arrêtés au 31/12/2025 **94**

Rapport général des commissaires aux comptes **106**

# 2025 EN CHIFFRES

---

Actif du FRR fin 2025 :

**20,7** Md€

**+9,1%**

Performance 2025  
sur l'actif, nette de frais

**+15,6** Md€

Création de valeur par rapport  
à un investissement en dette  
française depuis fin 2010

**+4,4%**

Performance annualisée  
depuis fin 2010

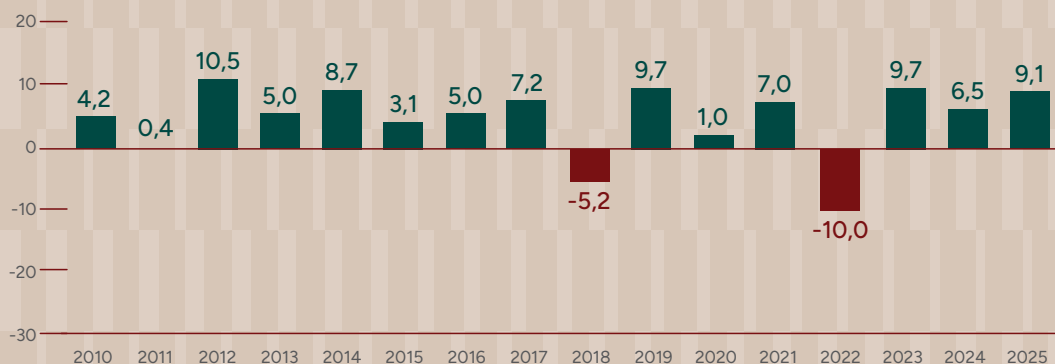
# 6,7 Md€

Montants d'investissements  
dans l'économie française

# -50 % et -26 %

L'évolution  
des empreintes carbone  
depuis 2019 des portefeuilles d'actions  
et d'obligations d'entreprises

## Performance annuelle nette du FRR (en %)



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

- le FRR ne perçoit plus de recettes (1,5 à 2 milliards d'euros par an jusqu'en 2010) ;
- le FRR verse 2,1 milliards d'euros chaque année jusqu'en 2024 puis 1,45 milliard d'euros de 2025 à 2033 à la Cades.



## LE MOT DE LA PRÉSIDENTE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DU DIRECTOIRE

SANDRINE LEMERY  
Présidente du Conseil  
de Surveillance

À l'approche du 25<sup>e</sup> anniversaire de sa création par la loi de juillet 2001, le Fonds de Réserve pour les Retraite achève l'année 2025 sur une performance de 9,06 %, après une année empreinte de l'incertitude générée par la politique économique de l'administration américaine, notamment sur les droits de douane, et des tensions géopolitiques persistantes.

Faisant suite aux progressions de 6,46 % en 2024 et 9,66 % en 2023, la performance annualisée depuis la mise en place des versements à la Cades fin 2010 est désormais de 4,4 % soit 304 points au-dessus du coût moyen de la dette française sur la période.

## Une création de valeur dans la durée grâce à une allocation dynamique optimisée

Après le 15<sup>e</sup> versement annuel à la Cades de juin 2025, le FRR a restitué 3,6 Md€ de plus que les fonds dont il a été doté, et son actif net s'établit à 20,7 Md€ fin 2025 après 20,4 Md€ fin 2024, en progression de 315 M€ (soit une hausse de près de 1,8 Md€ retraitée des versements à la Cades).

Le FRR confirme la robustesse de son modèle dans des environnements de marché variés grâce à une allocation de long terme reposant de façon significative sur les actions et actifs de risque intermédiaire.

En juin 2025, le Conseil de Surveillance a en effet porté le poids des actions à 50 % dont 46 % non couvertes par des stratégies optionnelles, en augmentation de 4,5 points par rapport à 2024, et compensée principalement par une baisse du poids des actifs de couverture.

Les évolutions du portefeuille en 2025 s'inscrivent dans une dynamique engagée, rendue possible par la décision prise en 2024 d'allonger l'horizon de gestion du FRR, et se traduisant par une augmentation de 13,5 points du poids des actions non couvertes sur les deux dernières années.

Cette décision vise à accroître l'actif médian projeté à long terme, sans hausse notable du risque à l'horizon de placement par rapport à l'allocation précédente.

Validée à l'unanimité, cette orientation reflète la qualité du dialogue et la transparence qui caractérisent la gouvernance du FRR. Le FRR a d'ailleurs été distingué par les Couronnes de l'AGEFI, avec le prix de la Transparence dans la communication financière à destination de ses parties prenantes et de ses instances.

Sur le plan financier, l'évolution de l'allocation d'actifs vers davantage d'actifs de performance a permis de dégager un surplus de rendement de 0,9 % annualisé sur 2 ans.

Depuis fin 2010, le FRR a ainsi créé une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français de 15,6 Md€, dont 1,5 Md€ au titre de l'année 2025.

En effet, les actions et actifs de risque intermédiaire ont progressé de 163,1 % sur la période alors que les actifs de couverture affichaient une progression plus limitée de 27,6 %.

La question d'une augmentation de la part de la capitalisation dans le financement des retraites futures est régulièrement évoquée dans le débat public. Dans ce contexte, le FRR constitue une illustration concrète d'un mécanisme de capitalisation collective capable de dégager, sur longue période, un rendement significativement plus élevé que le coût de la dette dans un cadre de risque maîtrisé.

Le FRR a assuré chacun des versements annuels prévus à la Cades depuis 2010 dans des configurations de marché très variées, tout en appliquant une politique ambitieuse d'investissement responsable dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance. L'horizon de long terme lui permet également un impact notable sur le financement de l'économie française et européenne.

## Une exigence et une recherche constante de performance durable

Le FRR a également décidé d'engager de premiers investissements en actifs titrisés européens de notation élevée. Cette décision s'inscrit dans une double démarche : tirer parti du rendement additionnel offert par ces instruments et diversifier davantage le portefeuille obligataire du FRR tout en contribuant au développement de l'Union des marchés de capitaux en Europe.

En début d'année 2025, le FRR a renforcé son soutien aux petites et moyennes entreprises en redéployant 100 M€ vers les mandats d'actions de petites capitalisations françaises cotées dont la valorisation est fortement dégradée depuis 2018 alors que cette catégorie d'actions présente des fondamentaux de bon niveau. Il a également lancé deux appels d'offres de gestion de fonds dédiés d'actifs non cotés investis en PME et ETI essentiellement françaises pour un total d'environ 1 Md€ (en fonds de capital investissement et en dette unitranche) afin de soutenir leur croissance et leur développement.



OLIVIER SICHEL  
Président du Directoire

Enfin, en matière de politique d'investissement responsable, l'année a été marquée par un renforcement de l'action du FRR dans deux domaines. D'une part, les critères d'exclusion concernant le charbon thermique et les énergies fossiles non conventionnelles ont été durcis. Sont désormais exclus tous les instruments financiers émis par des sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité, de chaleur ou vapeur, à partir du charbon dépasse 1 % de leur chiffre d'affaires, ainsi que tous les instruments financiers émis par des sociétés générant au-delà de 10 % de leur chiffre d'affaires dans les énergies fossiles non conventionnelles, ou développant de nouveau projet d'énergies fossiles non conventionnelles.



ADRIEN PERRET  
Membre  
du Directoire

D'autre part, le FRR a renforcé son dialogue avec les entreprises de son portefeuille exposées aux énergies fossiles conventionnelles, en direct ou via ses gestionnaires d'actifs, pour accélérer le développement et la mise en œuvre de trajectoires de décarbonation compatibles avec un scénario Net Zéro en 2050.

Une partie de l'année a également été consacrée au développement d'indices climatiques prospectif visant à augmenter le poids des entreprises engagées dans la décarbonation de leurs activités et produits, et de celles dont les investissements verts constituent une part significative de leur investissement.

Le FRR conserve une ligne de conduite résolument orientée vers l'accompagnement des transitions énergétique et écologique, facteur clé de performance durable à long terme.



SALWA  
BOUSSOUKAYA-NASR  
Membre du Directoire

# 2001-2026 :

## 25 ANS AU SERVICE DE NOTRE RAISON D'ÊTRE

### INNOVANT

- Spécialiste des appels d'offres : près de **90** appels d'offres en 25 ans dont un premier appel d'offres jumbo de **16 Md€** en **12** lots en 2003
- Mesures d'empreinte carbone dès 2007
- Mandats et classes d'actifs innovants : gestion Overlay et de transition, obligations des pays émergents, obligations à haut rendement, titrisation, stratégies optionnelles...
- Gestion passive en indices smart bêta customisés
- Obligation de vote sur **100 %** du portefeuille depuis 2004

## ENGAGÉ

**Soutien affirmé à l'économie française et aux enjeux de souveraineté (défense, transition, numérique, santé...)**

- **32 %** des actifs investis en France
- Forte exposition aux entreprises de petites capitalisations
- **80 %** des actifs non cotés investis en France
- **4,7 Md€** engagés historiquement en actifs non cotés sur des PME ETI, **500 M€** par an à partir de 2025

**Enjeux de durabilité inscrits dans les textes fondateurs du FRR dès sa création**

- Membre historique des grandes initiatives : PRI, CA 100+, NZAO
- Engagement actionnarial important
- Des critères ESG très exigeants

## PERFORMANT

- Une création de valeur au-delà du taux moyen de la dette française de plus de **3 %** par an
- Un modèle ALM robuste intégrant les modèles les plus récents
- Une part d'actifs de performance élevée dans l'allocation
- Des coûts de fonctionnement très faibles
- Réduction importante des émissions de CO<sub>2</sub> du portefeuille depuis 2013 : **-71 %** sur les actions
- Maîtrise des risques financiers et opérationnels

# FAITS MARQUANTS 2025

## POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

---

- Adoption d'une allocation stratégique comportant **46 % d'actions** non couvertes, **+4,5 points** par rapport à l'allocation de 2024
- Attribution des mandats d'actions japonaises de toutes capitalisations, des mandats d'adossement en OAT, des mandats overlay

## POLITIQUE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

---

- Renforcement de la politique d'exclusions, notamment sur les entreprises dont l'activité est liée au charbon ou à des énergies non conventionnelles
- Lancement de l'appel d'offres de réplique d'indices actions pour une gestion cohérente avec l'accord de Paris
- Au sein du FIR (Forum pour l'Investissement Responsable), lancement en co-lead d'un groupe de travail sur l'évaluation de l'efficacité de l'engagement et d'un engagement auprès de l'entreprise Saint-Gobain

## INVESTISSEMENT DANS L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

---

- Lancement de deux appels d'offres sur le capital investissement (en fonds de fonds) et en dette privée unitranche, ciblant au moins 80 % d'entreprises françaises, visant à engager environ 100 M€ par an chacun
- Nouveaux engagements de 500 M€ en actifs non cotés via des sélections de fonds, dont 260 M€ en infrastructures

## PRIX ATTRIBUÉS À LA GESTION DU FRR

---

- Prix 2025 des Couronnes Instit Invest de l'AGEFI sur la transparence dans la communication financière
- Prix 2025 des IPE Awards (Investment & Pensions Europe) pour la France

# LES INSTANCES

## AU 31 DÉCEMBRE 2025

### Conseil de Surveillance

#### Présidente

Sandrine Lémery

#### Membres de l'Assemblée Nationale

Éva Sas, Arnaud Simion

#### Membres du Sénat

Philippe Mouiller, Solanges Nadille

#### Personnalités qualifiées

Sandrine Lemery, Présidente du Conseil de Surveillance

Philippe Tibi, Vice-Président du Conseil de Surveillance

#### Représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national

##### Confédération générale du travail

Olivier Blamangin, 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 Thibault Sellier

##### Confédération française des travailleurs chrétiens

Isabelle Sancerni, suppléant Pierre-Alexis Vandenboomgaerde

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

Jean-Arnaud Guyard

#### Représentants des employeurs et travailleurs indépendants

##### Mouvement des entreprises de France

Éric Pinon, suppléant Jacques Vessaud

Clara Tusch, suppléant Éric Andrieu

Philippe Poiget, suppléant Nicolas Bondonneau

##### Confédération des petites et moyennes entreprises

Alain Duffoux jusqu'au 10 décembre 2025

##### Union des entreprises de proximité

Corinne Postel

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

Pierre Pribile, suppléant Morgan Delaye

Thomas Ramilijaona, suppléant Charles Boriaud

#### Représentant du ministre chargé de l'économie nommé par arrêté du ministre chargé de l'économie, des finances et de la Souveraineté industrielle, énergétique et numérique

Christophe Bories, suppléant Philippe Guyonnet-Dupérat

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

Élise Delaître, suppléant Olivier Dufreix

## Comités émanant du Conseil de Surveillance

### Comité Stratégie d'Investissement

Ce comité a pour rôle d'établir des points sur le contexte économique et financier et, si nécessaire, de formuler des avis sur l'évolution de la gestion financière.

### Comité Audit et des Comptes

Ce comité est notamment chargé du contrôle légal des comptes annuels, de valider l'information sur la gestion financière et l'efficacité des systèmes d'information, de contrôle interne et de gestion des risques.

### Comité Investissement Responsable

Ce comité est chargé de veiller à la mise en œuvre des orientations du Conseil de Surveillance en matière de stratégie d'investissement responsable.

## Directoire

### Président

Olivier Sichel

### Membres du Directoire

Salwa Boussoukaya-Nasr

Adrien Perret

## Comité de Sélection des Gérants

### Président

Adrien Perret

### Membres du Comité de Sélection des Gérants

Anne Courrier

Catherine Guinefort

Louis Pestel

Patrick Savadoux

# NOS ÉQUIPES

Le FRR compte, en 2025, 48 collaborateurs permanents, dont 41 sous contrat Caisse des Dépôts.

Tous exercent leurs fonctions sous l'autorité du 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.

## Comité de direction

Les activités du FRR sont définies autour des trois directions et de fonctions de contrôle indépendantes.

### Ces directions sont représentées au sein du Comité de Direction, composé de :

- Salwa Boussoukaya-Nasr, Membre du Directoire
- Adrien Perret, Membre du Directoire
- Pierre-Olivier Billard, Directeur Financier
- Sidonie Freoa Dhekaier, Directrice Juridique et de la Communication
- Rachel Cascajo, Directrice des Opérations et des Risques

## Direction financière

### Département allocation d'actifs

Il assure les fonctions dédiées à la stratégie d'investissement de long terme, notamment les analyses étayant la recommandation au Conseil de Surveillance lors de la revue de l'allocation stratégique et est responsable du suivi de la conjoncture et de l'analyse des marchés financiers dans le cadre de la gestion tactique. Il a également la charge de la sélection des indices du portefeuille, utilisés comme référentiel par les gérants d'actif dans le cadre d'une gestion

active ou comme indices « smart beta » dans le cadre d'une gestion systématique.

### Département de la stratégie d'investisseur responsable

Créé le 1<sup>er</sup> septembre 2025, il est en charge de l'évolution de la politique de durabilité du FRR, selon le plan quinquennal de durabilité du FRR qu'il contribue à mettre en œuvre, en collaboration avec les autres départements. Il a ainsi un impact fort sur les critères de sélection des gérants, la politique de vote et d'engagement, la création d'indices ou la politique d'exclusions éthiques et climatiques.

### Département de la gestion déléguée

Il assure d'une part le pilotage des procédures de sélection des gestionnaires externes et est chargé, d'autre part, du suivi de l'ensemble des mandats de gestion et des OPC du FRR, sur les actifs cotés et non cotés. En particulier, il contribue à la mise en œuvre de la stratégie d'investisseur responsable, il analyse les performances des portefeuilles et contrôle la réalisation par les gérants de l'ensemble des prestations financières dues au titre de leur mandat.

## Direction juridique et de la communication

Elle réalise le pilotage juridique des activités du FRR.

Elle assure le suivi des procédures de sélection des sociétés de gestion de portefeuille auxquelles sont attribués des mandats de gestion ou de fonds dédiés. Elle analyse et négocie la documentation juridique des opérations d'investissement dans des fonds d'investissement. Elle assure le suivi de la vie des contrats ou conventions passés avec les prestataires financiers ou non financiers du FRR.

Elle est responsable de la communication externe du FRR.



## Direction des opérations et des risques

### Département RH et contrôle de gestion

Il assure le pilotage opérationnel des ressources humaines et du contrôle de gestion, et déploie la démarche de responsabilité sociale et environnementale interne du FRR.

### Département middle office

Il assure les relations opérationnelles avec les sociétés de gestion, les prestataires externes, la validation des valorisations et les contrôles de conformité.

### Département système d'information, organisation et projets

Il assure les fonctions de pilotage général des projets, de mise à disposition et de suivi budgétaire de l'ensemble des applicatifs et prestations constituant la cartographie informatique du FRR, en relation non seulement avec les prestataires internes du groupe Caisse des Dépôts mais également avec l'ensemble des prestataires externes, fournisseurs de flux financiers et éditeurs de logiciels.

### Département performance, risques financiers et opérationnels

Il mesure la performance financière, assure la supervision des risques financiers et opérationnels du Fonds et prépare les travaux du Comité des risques.

### Assistants de direction

Elles s'assurent du bon fonctionnement de l'organisation quotidienne des équipes et de la direction. Elles ont par ailleurs en charge l'organisation des instances du FRR.

## Fonctions indépendantes : l'agence comptable

Elle est responsable de la tenue de la comptabilité du FRR, ainsi que de la conservation des pièces justificatives et des documents comptables. Elle prend en charge, après ordonnancement par l'ordonnateur, les titres correspondants aux dépenses et recettes du Fonds. Elle établit un rapport annuel sur les comptes de l'exercice. Le FRR est soumis au contrôle financier de l'État, ainsi que de la Cour des Comptes, de l'Inspection Générale des Finances et de celle des Affaires Sociales.

# 1

---

## LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DU FRR CRÉE DE LA VALEUR DURABLE

---

FONDS  
DE RES  
POUR I  
RETRAI

# LES MISSIONS DU FRR

Le FRR est un établissement public qui a pour mission d'investir les sommes qui lui ont été confiées par les pouvoirs publics. Sa politique d'investissement vise à optimiser le rendement dans les meilleures conditions de sécurité afin

de participer au financement des retraites. La performance du FRR a notamment pour but d'être supérieure au coût de la dette publique, afin de créer de la valeur pour l'État.

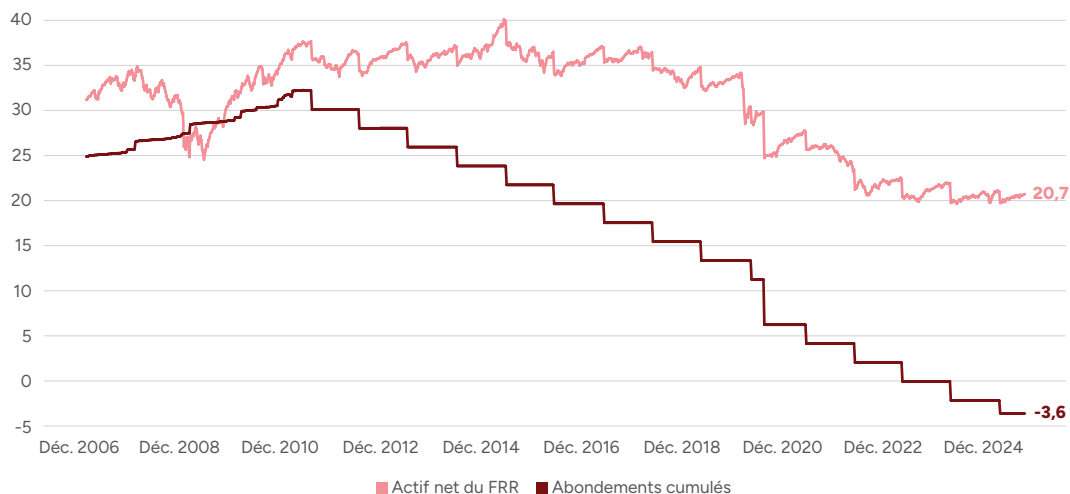
## Évolution de l'actif

En 2025, la performance globale des actifs de couverture du portefeuille s'est montée à 1,9 % et à 27,6 % en cumulé depuis 2010, tandis que celle des actifs de performance regroupant les actions et les actifs de risque intermédiaire a été de 12,9 % soit 163,1 % depuis 2010. Grâce à ces performances, l'actif du FRR a progressé de +9,1 % et s'établit fin 2025 à 20,7 Md€. Il augmente de 0,32 Md€ en 2025 et, corrigé du versement à la Cades de 1,45 Md€ en juin, il progresse de +1,77 Md€.

De fin 2010 à 2024, le passif était constitué de 14 versements annuels de 2,1 Md€. Cependant, à la suite de la crise sanitaire, la situation patrimoniale du FRR a été modifiée en 2020 par la restitution immédiate de la soulte CNIEG (environ 5 Md€) et par l'ajout de 9 versements annuels de 1,45 Md€ au passif du FRR, de 2025 à 2033.

Le FRR a désormais restitué l'intégralité des sommes qui lui avaient été allouées (environ 32 Md€), et versé 3,6 Md€ au-delà de ce montant. Au total, le FRR a donc généré 24,3 Md€ de valeur brute au-delà des dotations qu'il a reçues depuis l'origine.

## Évolution de l'actif net du FRR au 31/12/2025 (en milliards d'euros)



## Création de valeur

La création de valeur correspond à la différence entre l'augmentation de l'actif du FRR (ajusté des abondements et décaissements depuis fin 2010) et le coût des intérêts de la dette à court et moyen terme (en tenant compte de la prime de financement de la Cades) qu'a dû émettre l'État pour se financer au lieu d'utiliser les fonds du FRR.

Depuis la mise en place fin 2010 du modèle de gestion basé sur le passif, le FRR a permis de créer une valeur supplémentaire par rapport au coût moyen de la dette de l'État français de 15,6 Md€, en hausse de 1,5 Md€ en 2025. Cette augmentation intervient dans un contexte d'augmentation du coût moyen de la dette française, s'établissant à 3,2 % en 2025.

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



## Contexte économique et de marché en 2025

### Situation économique

Dans le prolongement de l'année 2024, le contexte de croissance mondiale résiliente et de décre de l'inflation s'est poursuivi en 2025. Malgré le choc de droits de douane, l'incertitude générée par la politique économique de l'administration américaine et les tensions géopolitiques persistantes (Ukraine, Moyen-Orient), l'économie mondiale a enregistré une croissance stable de +3,3 % en 2025 (après +3,3 % en 2024), d'après l'estimation du FMI, et de 1,7 % pour les pays développés (1,8 % en 2024). L'inflation globale a continué de diminuer même si sa baisse a été bien plus modérée dans les économies développées.

Dans ce contexte, les banques centrales des économies avancées ont procédé, à des rythmes différents, à un assouplissement de leur politique monétaire. La BCE a poursuivi son cycle de baisse de taux, entamé en juin 2024, et abaissé de 100 points de base le taux de la facilité de dépôt, ramené à 2 %. La Fed a observé une pause de décembre 2024 à septembre 2025 puis, face à l'apparition de signaux d'affaiblissement du marché du travail en milieu d'année, a procédé à 3 baisses de taux, portant ainsi le taux des *fed funds* à 3,75 % en décembre. Contrairement à ses consœurs américaine et européenne, la Banque du Japon est toujours engagée dans un cycle de resserrement monétaire prudent.

L'environnement international a été marqué en 2025 par une résurgence des tensions commerciales provoquées par les mesures protectionnistes étendues mises en œuvre par la nouvelle administration Trump, auxquelles les partenaires commerciaux visés ont répondu par des contre-mesures. Au pic des tensions post « *Liberation Day* », le taux de droits de douane effectif sur les produits importés aux États-Unis a culminé à 28 % (contre 2,4 % début janvier), d'après les calculs du Yale Budget Lab. Malgré la phase de détente commerciale amorcée à la mi-avril, ce taux est demeuré élevé (autour de 17 % fin 2025). Face à ce choc tarifaire d'ampleur, le secteur manufacturier a fait preuve d'une résilience inattendue, le phénomène d'anticipation des importations (« *front loading* »)

au 1<sup>er</sup> semestre et la réorganisation rapide des chaînes d'approvisionnement ayant permis jusqu'à présent de contenir l'impact sur l'activité et l'inflation.

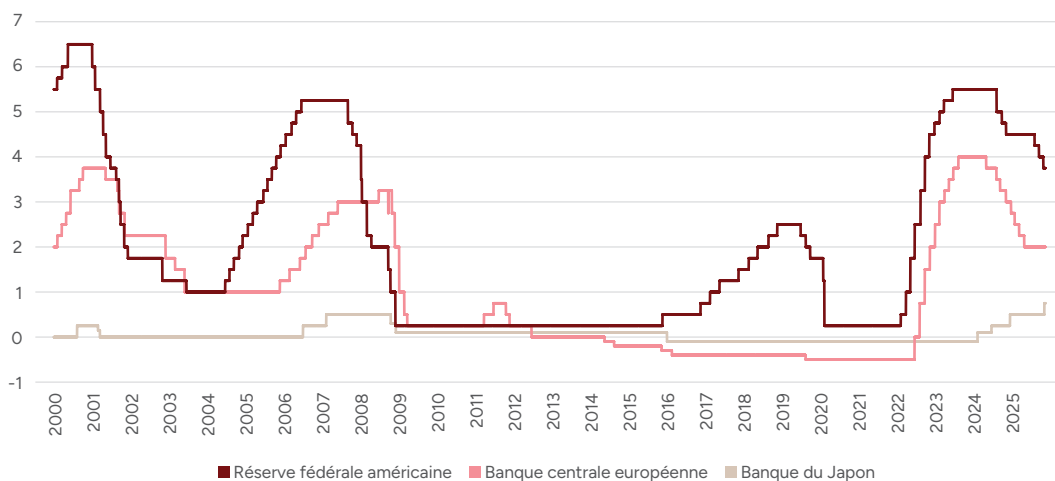
Aux États-Unis, après un fort dynamisme en 2024, l'économie est entrée dans une phase de ralentissement avec une croissance qui s'établirait autour de +2,1 % en 2025 (après +2,8 %). L'activité a été freinée par la politique monétaire encore restrictive, les chocs d'offre et d'incertitude liés à la politique économique de l'administration Trump, notamment la montée des droits de douane et le contrôle de l'immigration. Toutefois, les développements liés à l'intelligence artificielle, devenue un facteur structurant pour l'économie américaine, ont soutenu un investissement dynamique et amorti quelque peu le ralentissement de la demande intérieure. Malgré une hausse limitée du taux de chômage de +0,4 point en 2025, le marché du travail est apparu en net ralentissement, subissant à la fois un fléchissement des créations d'emplois et une population active freinée par les mesures anti-immigration. L'inflation reste soumise à des risques haussiers notamment liés à la politique commerciale. Après avoir ralenti à +2,3 % en avril, le déflateur de la consommation a atteint +2,9 % en fin d'année et les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent élevées, limitant le cycle d'assouplissement de la Fed.

En zone euro, la croissance a de nouveau été modérée en 2025 (autour de +1,4 % après +0,9 % en 2024) mais plus résiliente qu'attendu. Elle a été soutenue par le recul de l'inflation, globalement ramenée autour de l'objectif de 2 % de la BCE (+2,0 % pour l'inflation totale et +2,3 % pour l'inflation sous-jacente en décembre), la poursuite de la baisse des taux directeurs et le début de mise en œuvre du plan de relance budgétaire allemand. La consommation a ainsi légèrement accéléré, mais l'investissement est demeuré prudent dans un climat des affaires pénalisé par l'incertitude liée aux politiques commerciales et l'instabilité politique dans le cas de la France. Le marché du travail est resté relativement robuste avec un taux de chômage bas (à 6,2 %) malgré le net ralentissement des créations d'emplois.

Au Japon, la croissance s'est nettement redressée en 2025 (+1,1 % après -0,2 %) et la sortie durable de la déflation pousse la BoJ à normaliser graduellement sa politique monétaire. Le rebond de la consommation des ménages, aidée par la hausse des salaires, les exportations de services dynamiques liées au tourisme, et l'investissement des entreprises soutenues par les politiques publiques (plans d'infrastructures et numérique) ont contribué au regain d'activité. L'inflation, qui dépasse les 2 % depuis la mi-2022, demeure résiliente à +3,0 % pour la composante hors énergie et alimentation, indicateur privilégié de la BoJ.

La croissance des économies émergentes et en développement est attendue à +4,4 % en 2025 (après +4,3 % en 2024). En Chine, la croissance s'est stabilisée à +5,0 % en 2025 malgré la guerre commerciale avec États-Unis. L'effort des autorités pour maintenir l'objectif de croissance s'est appuyé sur un soutien à l'investissement dans le secteur manufacturier, notamment à fort contenu technologique, et des interventions ciblées pour contenir la crise du secteur immobilier. La banque centrale chinoise agit également pour maintenir des conditions monétaires accommodantes. Dans un contexte de surcapacités de production, le contexte désinflationniste s'est installé avec une inflation totale proche de 0 % et des prix à la production en repli.

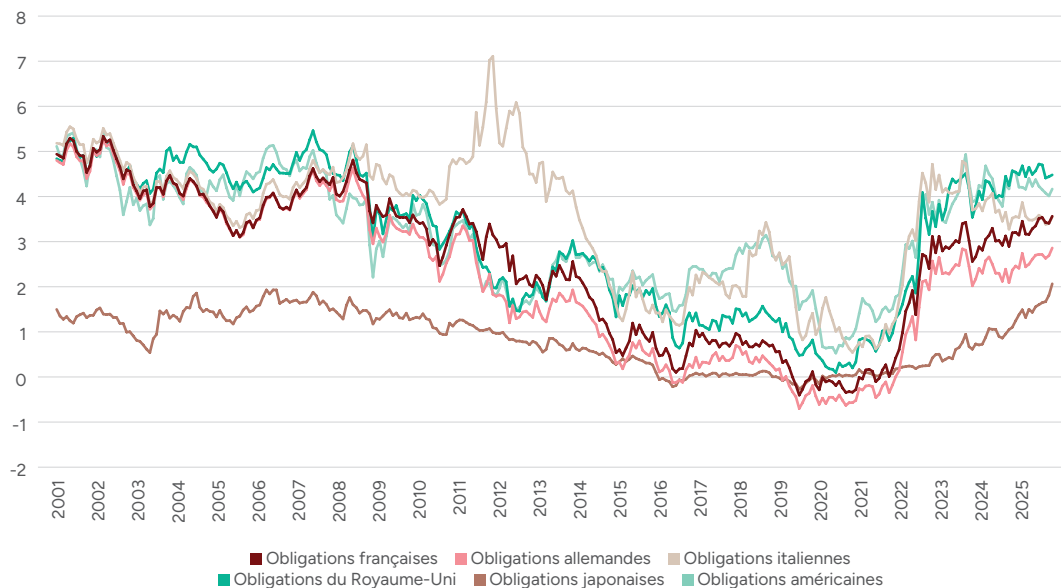
### Taux directeurs des banques centrales : États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon (en %)



## Performance des actifs obligataires de qualité

Le graphique ci-dessous représente l'évolution des taux d'intérêt à 10 ans des principaux pays de la zone euro (Allemagne, France, et Italie), des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni.

### Taux d'intérêt à 10 ans des obligations souveraines depuis 2000 (en %)



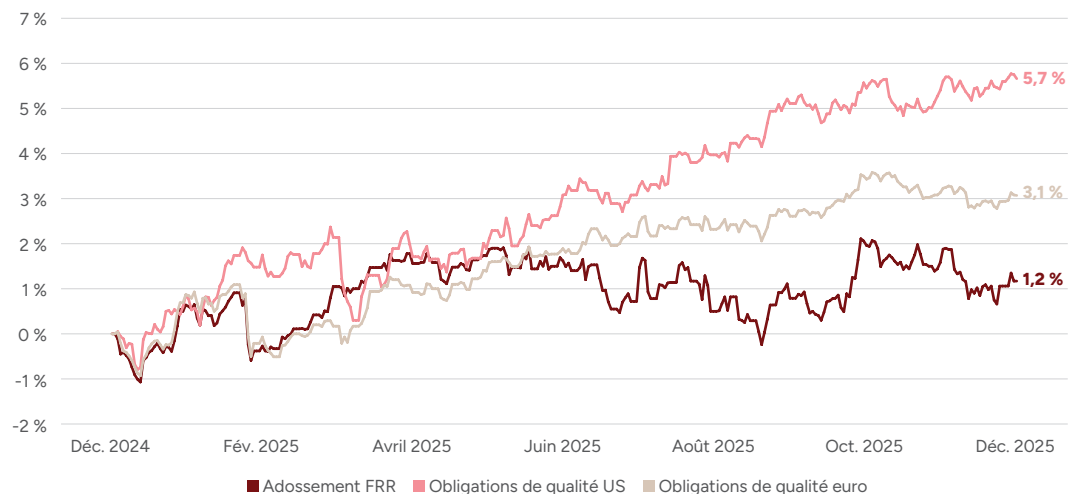
Aux États-Unis, les taux d'intérêt souverains ont marqué un léger repli, passant pour la référence à 10 ans de 4,6 % en début d'année à 4,2 % fin décembre. Malgré le cycle de baisse des taux directeurs entamé par la banque centrale américaine (FED) en septembre 2024, les taux d'intérêt à moyen-long terme ont été soutenus par une croissance économique résiliente aux États-Unis et une inflation sous-jacente encore persistante.

En France, les taux d'intérêt souverains ont légèrement augmenté, passant pour la référence à 10 ans de 3,2 % en début d'année à 3,6 % fin décembre sans pour autant connaître de fluctuation extrême en cours d'année, malgré l'instabilité politique.

Cette légère remontée des taux français a été compensée par un portage positif qui permet d'afficher des performances de l'adossé en hausse en 2025. Par ailleurs, les actifs de crédit ont été favorisés en 2025 par une baisse des spreads de crédit pour les émissions en euros et en dollars.

## Performance des actifs de couverture sur 2025

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



Au niveau des obligations d'entreprises de qualité, la dette d'entreprise américaine affiche ainsi une excellente année avec une performance de 5,7 %, portée par la baisse des taux américains sur la période. La dette d'entreprise européenne progresse de 3,1 %. Les spreads d'entreprises de qualité en euros ont diminué de 0,24 %, poursuivant leur tendance baissière initiée depuis l'automne 2022, tandis que ceux en dollars sont restés relativement stables par rapport à la fin 2024. Les spreads conservent ainsi des niveaux historiquement bas de 0,78 % pour les émissions en euros et en dollars.

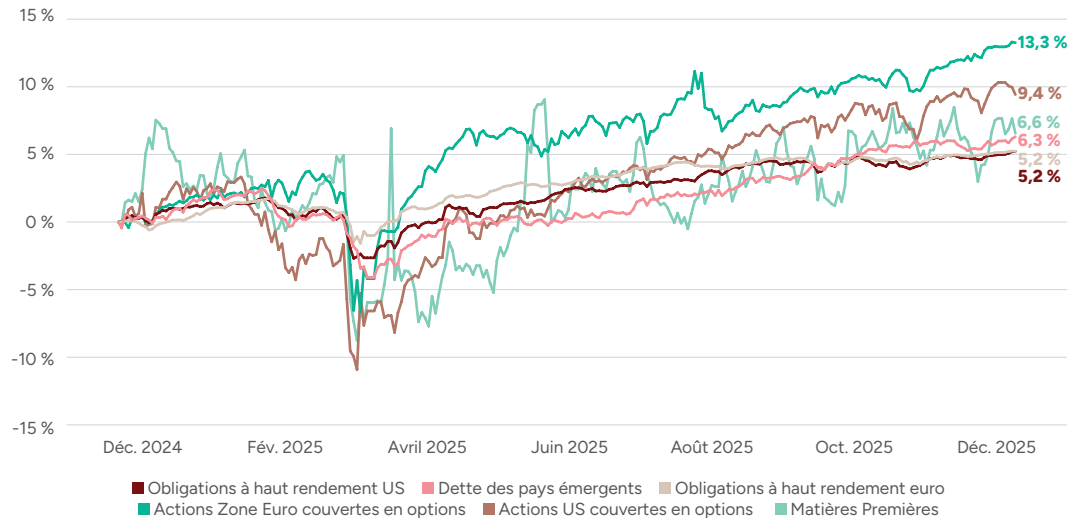
## Performance des actifs de risque intermédiaire

Les actifs de risque intermédiaire du FRR regroupent les actions couvertes par des options, la dette des pays émergents et les obligations d'entreprises à haut rendement en euros et en dollars. Au niveau de la poche d'actifs de risque intermédiaire, la dette des pays émergents affiche une bonne performance sur l'année (6,3 %) tandis que la dette d'entreprise à haut rendement présente une année encore solide

avec une progression de +5,2 % sur les deux zones (8,3 % en 2024). À l'instar des obligations d'entreprises de qualité, les spreads en euros des obligations à haut rendement ont diminué de 0,44 % et ceux en dollars de 0,21 %, poursuivant leur tendance baissière initiée depuis l'automne 2022. De la même manière que les obligations d'entreprises de qualité, les spreads pour les obligations d'entreprises plus risquées se situent à des niveaux relativement bas à 2,7 % pour les émissions en euros et en dollars.

## Performance des actifs de risque intermédiaire sur 2025

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



## Performance des actions non couvertes par des options

Malgré les tensions commerciales, la résilience de la croissance mondiale et la poursuite des baisses des taux directeurs des principales banques centrales occidentales ont bénéficié aux marchés actions. En 2025, l'indice Monde a progressé de 16,3 %, mais une rotation s'est opérée entre les différentes zones par rapport à 2024.

Ainsi, la hausse des actions américaines a été inférieure à la moyenne mondiale en 2025, alors qu'elles avaient mené la progression des marchés en 2023 et 2024. Leur retard s'est toutefois atténué au second semestre avec l'apaisement des tensions commerciales et l'indice termine avec une performance de +15,0 %. Il s'agit de la troisième année consécutive de progression au-dessus de 10 % (+24 % en 2024, +23 % en 2023), tirée par les résultats des « Megacaps » du secteur technologique. En effet, leurs bénéfices ont progressé de +11 % sur l'année. Toutefois, leurs valorisations restent à des niveaux très élevés (environ 22 fois les résultats anticipés à 12 mois) et les craintes sur la soutenabilité de cette croissance ont grandi en 2025, car les montants des investissements ne cessent de croître, attisant les craintes d'un ajustement en baisse des actifs liés à l'intelligence artificielle.

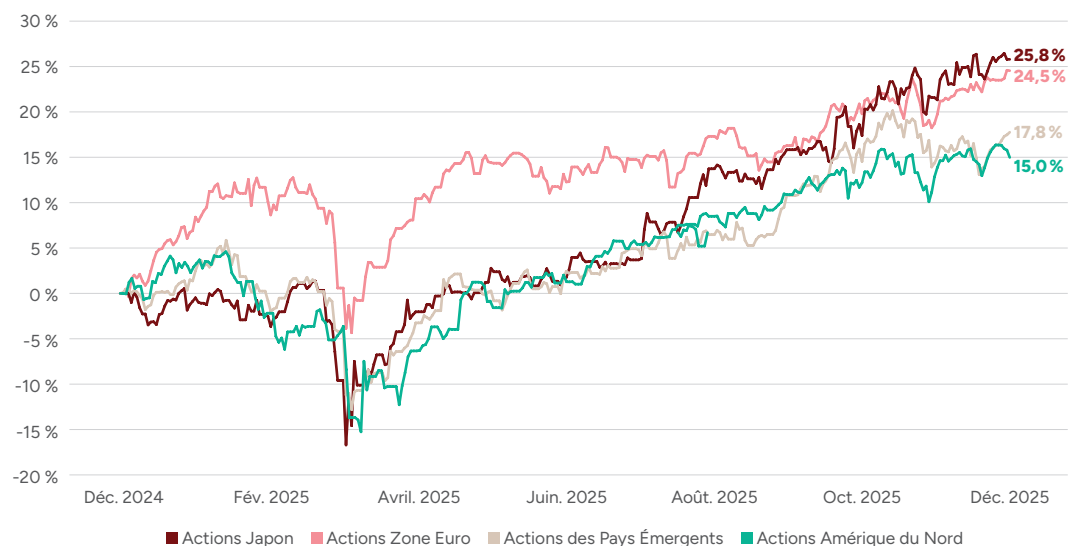
En Europe, l'annonce du plan de relance allemand a déclenché une progression de l'indice de 10 % en janvier, pour finir à +24,5 % sur l'année. Cette hausse n'a pour l'instant pas été justifiée par les croissances de bénéfices de la zone (+1,8 %), entraînant mécaniquement une augmentation des valorisations (les prix représentent 16 fois les bénéfices anticipés fin 2025). Cette bonne tenue de l'indice européen masque cependant de fortes disparités entre les régions : la France sous-performe ainsi nettement les autres pays de la zone d'environ -10 %. À noter que les actions des petites capitalisations européennes ont globalement eu le même rendement sur 2025 que les grandes capitalisations. Sur les 5 dernières années cependant, leur rendement annualisé est de 8,6 % contre 12,4 % pour les grandes capitalisations.

Les performances des indices du Japon et des pays émergents ont également été solides (+25,8 % pour le Japon et +17,8 % pour les pays émergents), soutenues par des croissances de résultats des entreprises de 6 % et 8 % respectivement et par les hausses de valorisations.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution très favorable des principaux indices actions du FRR en 2025. L'hétérogénéité a été moins marquée en 2025 qu'en 2024.

## Performance des marchés actions sur 2025

Performances calculées en tenant compte de la couverture de change de l'Allocation Stratégique



# UN PROCESSUS DE GESTION RIGOUREUX

## Allocation d'actifs

### Process de l'allocation d'actifs

Les études sur l'allocation d'actifs sont réalisées par le Département Allocation d'Actifs et servent de fondement aux recommandations présentées par le Directoire au Conseil de Surveillance.

L'allocation stratégique de long terme est révisée tous les ans après adoption par le Conseil de Surveillance. Les études de 2025 se sont basées en premier lieu sur deux scénarios macroéconomiques de long terme : un scénario de référence se rapprochant du consensus, et un scénario plus conservateur dont découlent des prévisions sur la croissance du PIB, le taux de chômage, l'inflation sous-jacente et totale ainsi que sur les croissances de bénéfices des actions, en France et aux États-Unis. Des marges d'incertitude sont laissées autour de chaque scénario. En outre, depuis 2022, des scénarios climatiques, s'appuyant sur le cadre conçu par le Réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier (NGFS), ont été associés à chacun des scénarios macro-économiques.

L'actualisation de la phase V des travaux du NGFS, publiée en novembre 2024, a fait ressortir un impact plus sévère du risque physique que dans les versions précédentes, avec une marge d'incertitude élevée. À l'horizon 2043, l'aléa entourant le coût induit par le risque physique pouvant ainsi s'avérer plus différenciant que le choix sur la nature de la transition, il a entraîné une évolution de la manière dont ces enjeux étaient pris en compte dans les scénarios économiques de long terme.

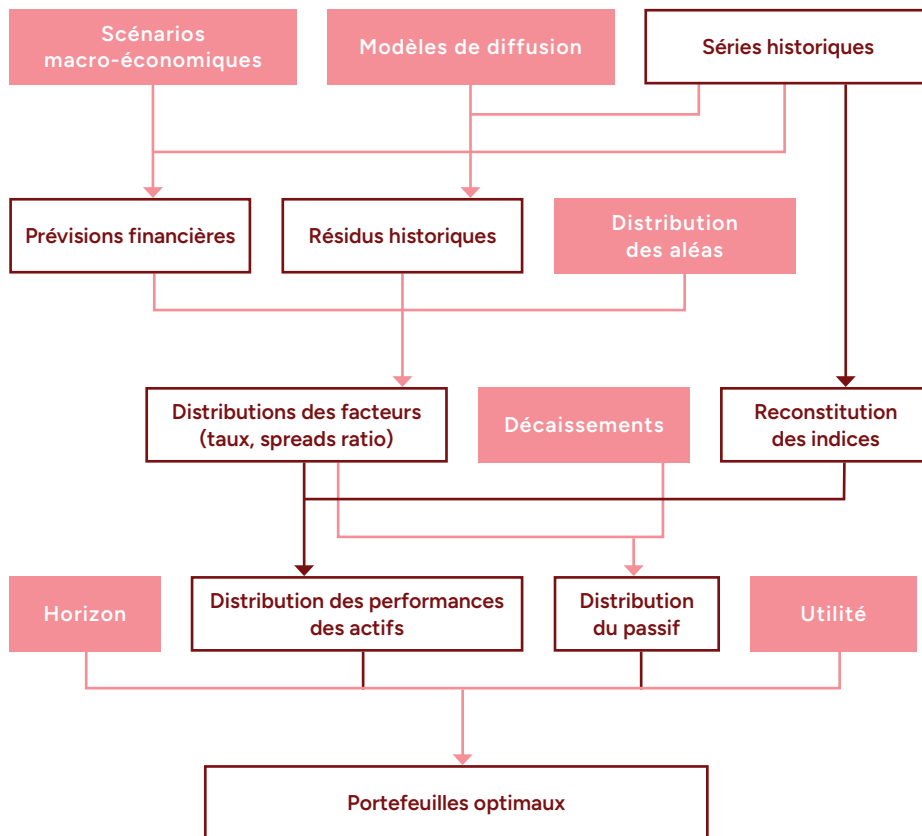
La transition climatique « Below 2°C », qui était précédemment associée au scénario de référence, a été remplacée par l'approche « Delayed Transition » pour les deux scénarios : les émissions continuent de croître jusqu'en 2030 et conduisent par la suite à introduire des politiques plus contraignantes pour atteindre une cible de hausse de température de 2°C en 2100 (comme dans le scénario « Below 2°C »). La différenciation entre le scénario de référence et le scénario dégradé s'effectue désormais principalement au niveau de l'impact retenu du risque physique. Le scénario conservateur tient compte de la fonction de dommages introduite dans la phase V en novembre 2024, rehaussant ainsi la perte de PIB cumulée par rapport au scénario de référence.

Les projections économiques des deux scénarios sont ensuite traduites en variables de marché : taux courts et longs en France et aux États-Unis, primes de risque des différents actifs obligataires, valorisations des actions. L'incertitude sur les paramètres des modélisations sous-jacentes aux prévisions, est traduite quantitativement à l'aide du cadre bayésien : au-delà de la prise en compte de l'incertitude sur les prévisions, l'inférence bayésienne est un moyen transparent d'allier des éléments de jugement qualitatif à l'historique observé.

Le second type d'incertitude est l'incertitude stochastique inhérente aux marchés financiers qui présentent une part d'aléas : ceux-ci sont injectés dans les modèles utilisés pour déterminer les distributions des différents facteurs modélisés. 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 rendements des actions. Les distributions des facteurs serviront enfin à obtenir des distributions sur les performances des classes d'actifs.

Ce processus permet de reconstruire des rendements des classes d'actifs possédant les caractéristiques observées par le passé tout en traduisant les opinions sur leur comportement dans la période à venir. Les techniques quantitatives employées sont éprouvées académiquement, robustes, transparentes et permettent

aux instances dirigeantes d'avoir une grande confiance dans les résultats présentés. Ainsi, ces rendements conjugués à la situation patrimoniale du FRR (actif et passif, horizon de gestion) et à son utilité (ses objectifs de gestion et son aversion au risque), servent de socle à l'élaboration des portefeuilles optimaux.



Ces portefeuilles optimaux sont décomposés entre les différentes classes d'actifs du FRR, regroupées en trois groupes<sup>1</sup> :

- les actifs de couverture, très corrélés au passif, présentant une espérance de performance et un risque faible (obligations d'État dont OAT adossées au passif, liquidités, obligations d'entreprises de qualité en euros) ;
- les actions non couvertes des pays développés et émergents, présentant une espérance de performance et un risque élevé ;
- les actifs de risque intermédiaire (obligations d'entreprises à haut rendement, obligations des pays émergents, actions des pays développés couvertes par des options), présentant des espérances de performance et un risque intermédiaire entre ceux des actifs de couverture et des actions non couvertes.

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

- assurer les paiements à la Cades : 1,45 Md€ de 2025 à 2033. L'horizon d'investissement ayant été repoussé au-delà de 2033, les travaux de l'allocation stratégique permettent de sécuriser d'éventuels paiements récurrents du FRR vers la sphère sociale de l'ordre de 500 M€/an à compter de 2034. Le respect de cet objectif se traduit par une probabilité extrêmement basse, dans les simulations, de manquer de fonds ;
- obtenir une performance significative, et notamment supérieure au coût de la dette française. La part importante d'actions non couvertes et d'actifs de risque intermédiaire (l'ensemble de ces deux catégories représente environ 80 % du portefeuille du FRR) répond à cet objectif.

La construction de l'allocation stratégique est le fruit de plus de 15 ans de recherches et d'évolutions sur l'ensemble des étapes, de la réalisation des projections macroéconomiques aux méthodes d'optimisation de portefeuille. Ce travail a contribué à l'intégration progressive de nouvelles classes d'actifs permettant d'améliorer la résilience du portefeuille, et a permis d'entériner chaque année une validation consensuelle des allocations recommandées par le Conseil de Surveillance.

Le FRR superpose à son allocation stratégique des positions tactiques, décidées par le Directoire sur la base d'informations et d'analyses macro-économiques et de marché. Ces décisions tactiques visent à tirer parti du positionnement dans le cycle économique à un horizon de 3 mois à 1 an, et de gérer le risque du portefeuille, afin par exemple de sécuriser les gains accumulés en période de forte volatilité.

1 • Les actifs non cotés du FRR sont hybrides entre ces trois groupes.

## Évolution de la marge de couverture du passif

Dans le process d'optimisation de l'allocation stratégique, outre l'horizon de long terme, la capacité du FRR à investir une large part de son portefeuille en actifs de performance, plus volatils à court/moyen terme, est rendue possible par le niveau de la marge de couverture du passif (MCP) du FRR. Celle-ci permet en effet d'absor-

ber d'éventuelles fluctuations d'ampleur à court/moyen terme sans hypothéquer le paiement des engagements du FRR, et ainsi de conserver une part significative d'actifs plus rémunérateurs à long terme.

En 2025, la marge de couverture du passif (actif net du passif actualisé) a augmenté de +1,5 Md€, pour atteindre à la fin de l'année 10,3 Md€.

### Évolution de la marge de couverture du passif depuis le 31/12/2010 (en milliards d'euros)



## Évolution du portefeuille en 2025

Les décisions structurantes de gestion du FRR en 2025, notamment les changements d'allocations stratégiques et tactiques, ont conduit à l'évolution suivante du portefeuille entre fin 2024 et fin 2025. Le tableau ci-dessous montre les expositions du FRR aux classes d'actifs, y compris les positions en produits dérivés.

### Évolution du portefeuille du FRR de 2024 à 2025

	FIN 2024	FIN 2025	ÉVOLUTION
Actions européennes	14.0 %	16.5 %	2.5 %
Actions pays développés non européennes	14.4 %	14.6 %	0.2 %
Actions pays émergents	5.1 %	6.2 %	1.1 %
Actifs non cotés, part en actions non couvertes	7.9 %	8.2 %	0.3 %
<b>Actions non couvertes</b>	<b>41.4 %</b>	<b>45.4 %</b>	<b>4.1 %</b>
Actions pays développés couvertes en options	5.5 %	7.6 %	2.0 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en euros	13.4 %	12.9 %	-0.5 %
Obligations d'entreprises à haut rendement en dollars	9.5 %	8.6 %	-0.9 %
Obligations des pays émergents	7.6 %	7.0 %	-0.6 %
Actifs non cotés, part en actifs de risque intermédiaire	2.8 %	2.0 %	-0.8 %
<b>Actifs de risque intermédiaire</b>	<b>38.9 %</b>	<b>38.0 %</b>	<b>-0.8 %</b>
Obligations d'entreprises de qualité en euros	5.4 %	5.5 %	0.1 %
Obligations d'entreprises de qualité en dollars	4.5 %	0.0 %	-4.5 %
Obligations souveraines 10 ans	0.0 %	2.4 %	2.4 %
Adossement au passif	7.4 %	7.4 %	0.0 %
Liquidités	-0.6 %	-1.9 %	-1.3 %
Actifs non cotés, part en actifs de couverture	3.1 %	3.2 %	0.1 %
<b>Actifs de couverture</b>	<b>19.8 %</b>	<b>16.5 %</b>	<b>-3.3 %</b>

L'allocation stratégique adoptée en juin 2025 poursuit le mouvement d'augmentation du poids des actions lié à l'allongement de l'horizon au-delà de 2033. Les évolutions du portefeuille en 2025 s'inscrivent ainsi dans une tendance initiée en 2024 avec une augmentation progressive de 15 points du poids des actions non couvertes sur les 2 dernières années, de 33 % à fin décembre 2023 à 48 % fin 2025 (et 45,4 % dans le portefeuille). Cette augmentation permet d'accroître l'actif médian projeté en 2043 sans hausse notable du risque à long terme.

L'évolution du portefeuille reflète principalement celle de l'allocation stratégique. Le poids des actions non couvertes augmente de 4 % cette année, moins que l'augmentation de cette poche dans l'allocation stratégique (+6,3% sur 2025). Cet écart est dû à l'augmentation de la couverture optionnelle décidée en fin d'année afin de refléter une protection plus marquée du portefeuille au regard de la montée de l'incerti-

tude sur les marchés. L'autre décision tactique majeure concerne l'achat de 500 M€ de futures sur OATs effectué en 2025, compensé par une vente de liquidités afin de convertir les taux variables des investissements de dette privée dans des taux plus long terme, reflétant davantage les durations au passif du Fonds.

Grâce au rallongement de l'horizon au-delà de 2033, le FRR a par ailleurs initié en 2025 une nouvelle stratégie sur les actifs non cotés consistant à engager environ 500 M€ par an ventilés sur le capital investissement, la dette privée, les infrastructures et l'immobilier. Cela permettra ainsi de maintenir des montants investis en actifs non cotés entre 2 ½ Md€ et 3 Md€ en cible. Dans ce cadre, le FRR s'attache à sélectionner des gérants capables de générer du rendement financier dans la durée et engagés sur les thèmes d'investissements responsables. Le soutien à l'économie et la préservation de la souveraineté nationale demeurent des thématiques d'investissement importantes.

## Mise en œuvre de l'allocation

### Une mise en œuvre de l'allocation diversifiée

Le FRR met ensuite en œuvre les décisions d'allocation en allouant les montants adéquats aux différents gestionnaires sélectionnés. Les investissements du FRR sont intégralement réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement, à l'exception de la gestion courante de la trésorerie. Les investissements « de portefeuille » sont constitués de mandats de gestion, attribués par appels d'offres, ou d'OPC faisant l'objet d'une procédure de sélection rigoureuse. La sélection des prestataires est effectuée au sein du Département de Gestion Déléguée et de l'Investissement Responsable 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.

La plupart des véhicules de mise en œuvre de l'allocation sont des mandats, qui permettent au FRR de spécifier finement ses objectifs et contraintes de gestion, puis d'exercer via les gérants une politique de vote et d'engagement en adéquation avec les pratiques les plus ambitieuses. Les mandats du FRR sont composés à la fois de mandats de gestion de réplication indicielle (notamment sur les actions de grandes et moyennes capitalisations de la zone euro contre des indices smart beta visant à atteindre, à moyen/long terme, une surperformance par rapport aux indices standards pondérés par les capitalisations), et de mandats de gestion active recherchant une surperformance relative persistante, par exemple sur les actions de petites capitalisations, les actions japonaises ou les obligations d'entreprises.

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. Sur les gestions actives, plusieurs gestionnaires sont sélectionnés par zone géographique, afin de diversifier le risque global du portefeuille. Fin 2025, hors produits dérivés et actifs non cotés, les mandats de gestion active représentent environ 53 % des actions (63,5 % en incluant les OPC) et 68 % de l'ensemble des actifs (74 % en incluant les OPC).

Plusieurs investissements en actifs non cotés font également partie du portefeuille du FRR, dont des mandats en capital investissement (8 mandats) et en dette privée (4 mandats).

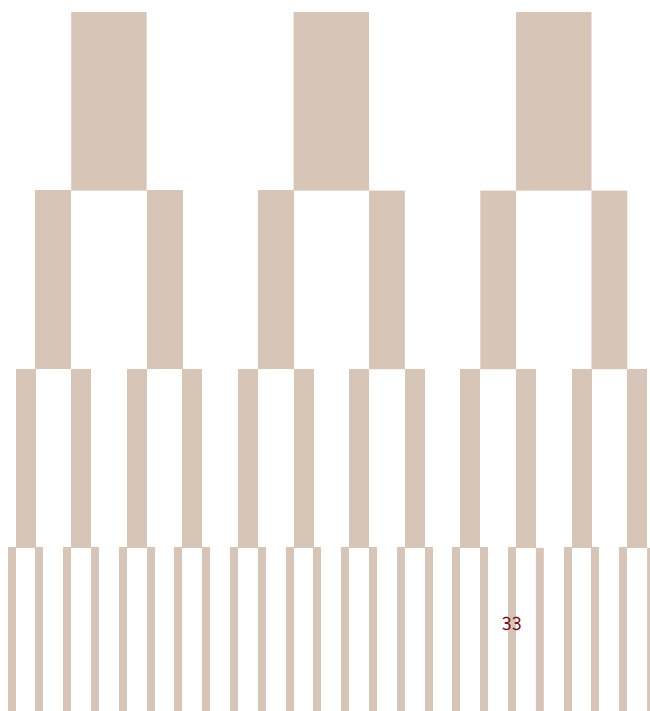
Les actifs non cotés sont inclus dans le portefeuille en substitution d'actifs cotés. En effet, les actifs non cotés permettent de gagner, à long terme, une prime de rendement par rapport à des actifs cotés de risque de long terme comparable. En tant qu'investisseur de long terme, le FRR peut intégrer une part d'actifs illiquides et capter cette prime de rendement. Il calibre la part des actifs illiquides de façon à ne pas avoir à en vendre pour payer son passif, même en cas de scénario adverse de marché.

Des investissements en OPC sont possibles pour un montant maximum très encadré en cas de contraintes opérationnelles ou pour gagner en flexibilité. Ils concernent plusieurs classes d'actifs : dette des pays émergents, actions des pays émergents, actifs non cotés (une part du capital investissement et de la dette privée, immobilier, infrastructures) et gestion monétaire.

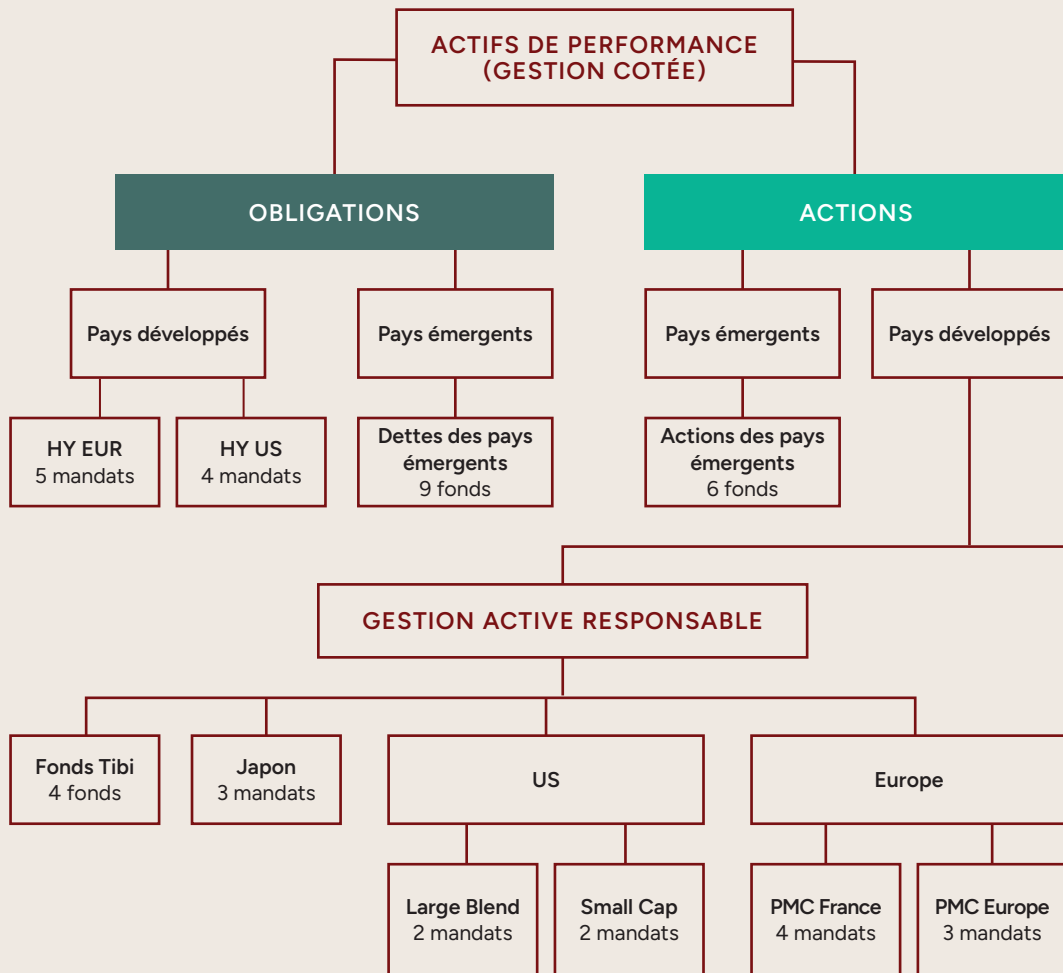
Deux mandats de gestion particuliers transversaux ou « Overlay » permettent d'une part de couvrir le risque de change du FRR, et d'autre part, via des investissements en produits dérivés simples (contrats à terme négociés sur un marché réglementé sur indices boursiers ou obligataires), d'ajuster l'allocation à moindre coût et sans intervenir dans la gestion des portefeuilles de titres ou de mettre en place des stratégies de couvertures optionnelles sur des marchés réglementés. Enfin, des gestionnaires de transition permettent d'optimiser les coûts des achats et ventes de titres lors de changement de gérants, ou lors d'apports ou de retraits sur des mandats.

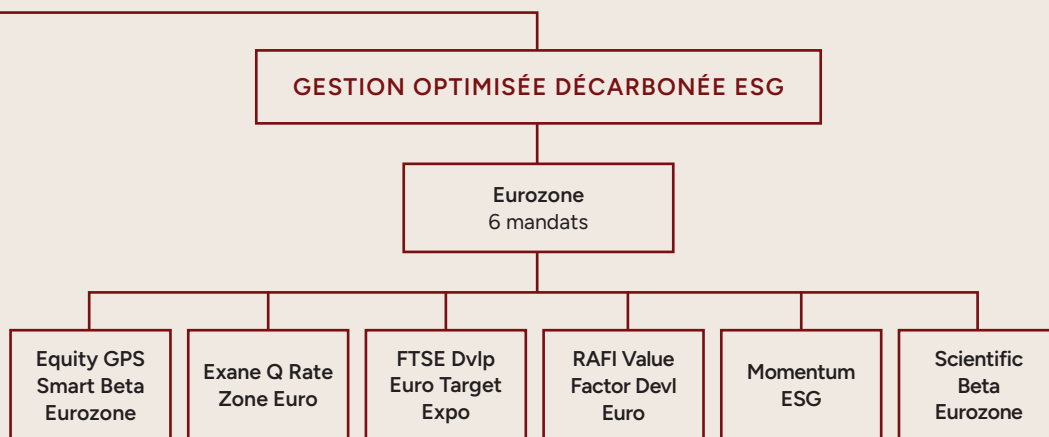
Afin de sélectionner les offres les plus adaptées aux besoins du FRR et éventuellement réaliser des arbitrages, des analyses sont régulièrement menées sur les moteurs de performance et indicateurs de risques des portefeuilles. Le FRR construit également des reportings financiers et extra-financiers internes rigoureux.

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.

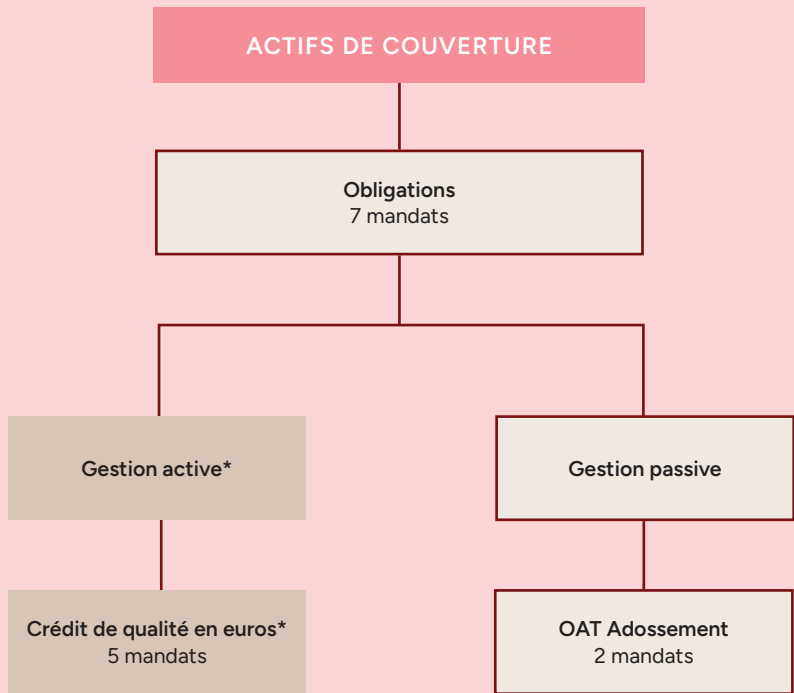


Cartographie des actifs de performance au 31/12/2025 (investissements physiques)





Cartographie des actifs de couverture, de l'Overlay, de la gestion de transition et de la trésorerie, au 31/12/2025



\* Ces investissements sont des investissements soumis à des objectifs de décarbonation

**OVERLAY**

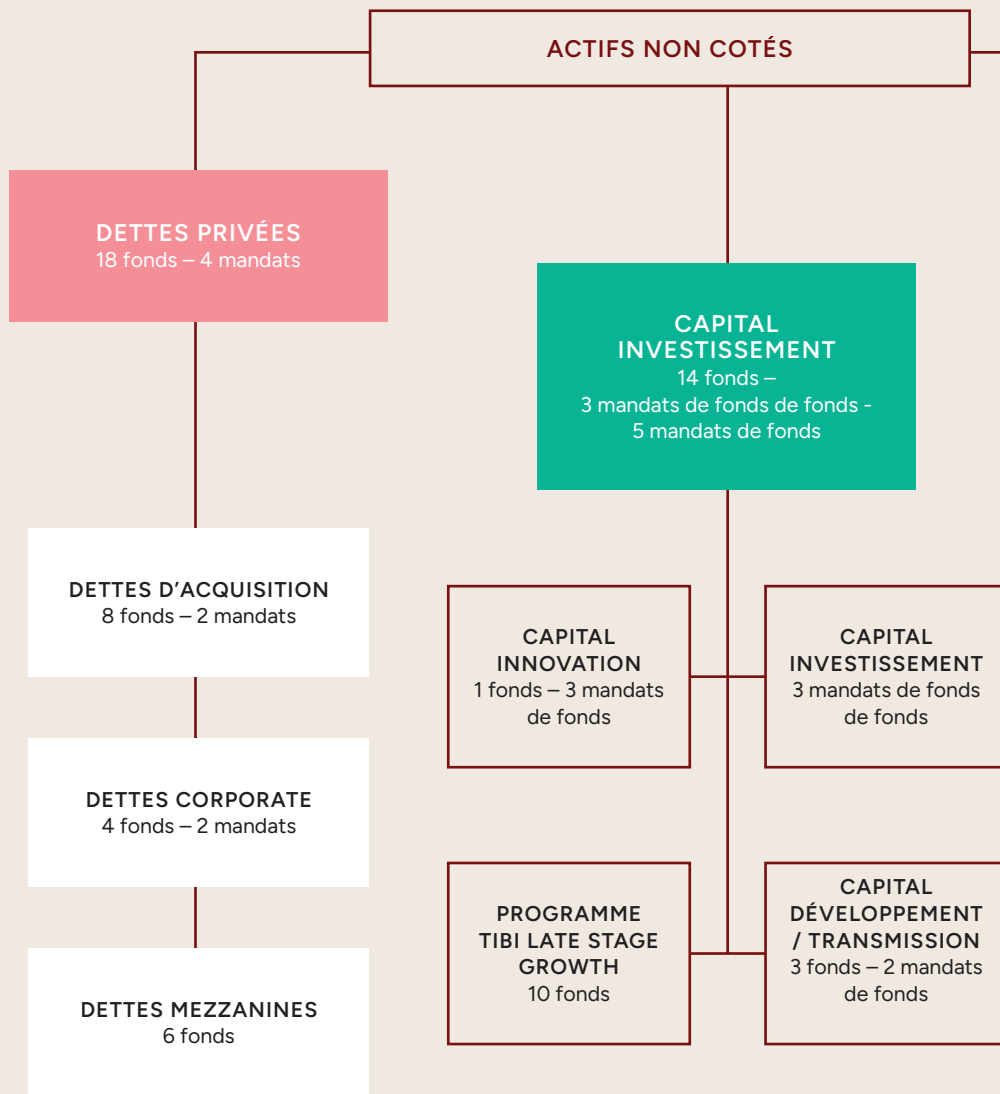
2 mandats

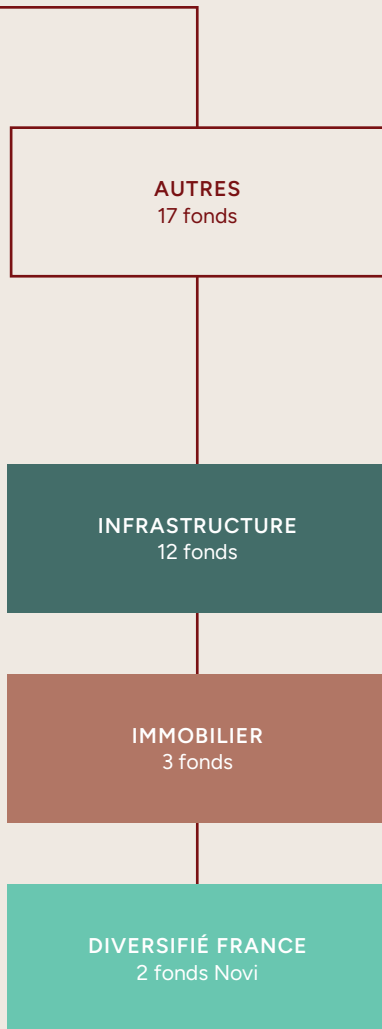
**TRÉSORERIE**

Compte de collecte

**GESTION DE TRANSITION**

## Cartographie des actifs non cotés, au 31/12/2025 (hors private Equity 2007)





## Une sélection rigoureuse des sociétés de gestion selon des critères financiers et extra-financiers

### Aspect financier

La sélection des gestionnaires des mandats est réalisée via un processus d'appel d'offres permettant une analyse en profondeur des points d'appui et points d'attention des gestionnaires et ainsi renforcer la probabilité de surperformance future, éviter les incidents opérationnels et minimiser les frais de gestion.

La procédure de sélection comprend les phases suivantes visant à identifier les offres les plus adaptées aux besoins du FRR :

- **Définition du cadre de l'investissement**  
Cette phase aboutit à une note de lancement qui précise les caractéristiques de l'appel d'offres, en cohérence avec le cadre d'investissement défini par l'allocation stratégique.
- **Sélection des candidatures**  
Sur la base de l'analyse des capacités professionnelles, techniques et financières des candidats, un classement des candidatures permet d'inviter une partie des candidats à participer à la phase des offres.
- **Sélection des offres**  
En s'appuyant sur des critères majoritairement qualitatifs, les offres reçues sont analysées et classées.

Ainsi, lors d'appels d'offres, l'évaluation financière passe par l'analyse des équipes de gestion et de leur structuration, des outils de gestion et de trading, des processus de gestion, de la recherche analytique, des performances passées sous de nombreux aspects et de leur répliquabilité dans le futur. Les dossiers sont ensuite soumis à l'avis du Comité de Sélection des Gérants (CSG). La sélection finale est in fine validée par le Directoire à l'appui de l'avis du CSG.

À l'issue de chaque appel d'offres, le FRR échange avec **les sociétés dont l'offre n'est pas retenue** pour leur faire part des points d'appui de la candidature et de ses points d'attention dans l'absolu ou relativement aux autres concurrents, au regard des attentes du FRR afin qu'elles en tirent d'éventuelles actions.

La sélection des OPC et des benchmarks suit un processus de mise en concurrence rigoureux s'approchant du processus d'appels d'offres, permettant de cibler les fournisseurs les plus adaptés aux besoins du FRR sur chaque classe d'actifs. La sélection d'OPC fait également l'objet d'une validation par le CSG.

### Prise en compte des enjeux ESG dans le processus de sélection du FRR

Dans le cadre de la sélection des gérants par appels d'offres, les critères ESG occupent une place très **importante** et se déclinent sur plusieurs axes :

#### Par l'intégration de critères ESG à chaque étape de la sélection :

Les trois phases d'analyse intègrent des critères ESG déterminants :

- **phase de candidature** : évaluation des capacités professionnelles et techniques des candidats sur la base de critères mesurant la couverture des aspects ESG par les sociétés de gestion et leurs implications sur ces sujets ;
- **phase d'offres** : approfondissement de l'analyse des moyens déployés et du processus d'intégration des critères ESG dans la gestion financière, à partir notamment de la décarbonation des portefeuilles et des actions d'engagement menées auprès des entreprises, en s'appuyant sur une vérification de ces éléments lors de visites sur sites.

### Par l'évaluation de la capacité à mettre en œuvre une gestion active responsable :

Pour l'ensemble des mandats de gestion active, le FRR requiert une approche de « gestion active responsable ». Cette démarche nécessite que les gestionnaires intègrent les enjeux ESG dans leur processus d'analyse et de gestion, tout en appliquant la politique d'exclusions du FRR (armes prohibées, tabac et charbon), ainsi que sa politique de vote et d'engagement. La trajectoire de décarbonation, la justice sociale et le respect de la biodiversité constituent les principaux axes de cette approche.

Les gestionnaires doivent ainsi démontrer, à travers l'organisation de leur analyse, l'intégration des équipes de gestion et la mise en place de processus adaptés :

- **intégration des critères extra-financiers** dans l'évaluation des investissements (notamment par l'intermédiaire des notes ESG et la gestion des controverses) ;
- **prise en compte des émissions de CO<sub>2</sub>eq**, alignement du portefeuille sur la trajectoire de 1,5° C, proportion des énergies vertes et de transition (gaz et nucléaire), évaluation des risques physiques, de transition et de biodiversité ;
- **dialogue constructif** auprès des entreprises en portefeuille.

Les gestionnaires produisent également un reporting quantitatif et qualitatif détaillant les actions mises en œuvre et les progrès réalisés en matière ESG. Plus largement, ils doivent favoriser les entreprises dont la stratégie est conforme à l'Accord de Paris et doivent fournir au FRR, deux fois par an (les 30 juin et 31 décembre), le niveau des émissions de gaz à effet de serre (GES) du portefeuille et de l'indice de référence, afin de suivre la trajectoire de décarbonation.

Dans le cadre de la sélection des fonds, l'importance accordée à la prise en compte des enjeux ESG est tout aussi forte et les questionnaires intègrent les mêmes aspects qui figurent dans les appels d'offres. En outre, le FRR se concentre sur la sélection de fonds labellisés article 8 ou 9 du règlement SFDR ou répondant aux mêmes exigences. Il s'agit de promouvoir des caractéristiques ESG et/ou des objectifs de durabilité pour accompagner les entreprises vers des pratiques ambitieuses quelle que soit la zone géographique. Les pratiques d'engagement sont analysées et encouragées au même titre que pour les mandats.

---

## SOCIÉTÉS GESTIONNAIRES DU FRR AU 31 DÉCEMBRE 2025

Ont été sélectionnées par voie d'appels d'offres les sociétés suivantes :

---

### 2016FRR02

#### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES LOT 1 – PLACEMENTS PRIVÉS

- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE
- ARKEA ASSET MANAGEMENT (anciennement SCHELCHER PRINCE GESTION)

---

### 2016FRR02

#### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS DETTES PRIVÉES D'ENTREPRISES FRANÇAISES LOT 2 – DETTES D'ACQUISITION

- EURAZEO GLOBAL INVESTOR SAS (anciennement IDINVEST PARTNERS)
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT (anciennement LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT SAS)

---

### 2016FRR03

#### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - SÉLECTION DE FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT

- ARDIAN FRANCE
- SWEN CAPITAL PARTNERS
- LGT CAPITAL PARTNERS LIMITED

---

### 2016FRR05

#### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS – CAPITAL INNOVATION FRANCE

- EURAZEO GLOBAL INVESTOR SAS (anciennement IDINVEST PARTNERS)
- TRUFFLE CAPITAL SAS
- OMNES CAPITAL

---

### 2017FRR03

#### MANDATS DE FONDS DÉDIÉS - CAPITAL DÉVELOPPEMENT FRANCE

- LBO FRANCE
- ISATIS CAPITAL

---

### 2019FRR02

#### MANDATS DE GESTION OVERLAY

- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE (anciennement AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS)
- RUSSELL INVESTMENTS FRANCE

---

### 2020FRR01

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

- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE (anciennement AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS)
- CPR ASSET MANAGEMENT (anciennement BFT INVESTMENT MANAGERS) / M&G INVESTMENTS
- CPR ASSET MANAGEMENT (anciennement 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 EUROPE
- CANDRIAM

---

### 2021FRR03

#### GESTION DES OPÉRATIONS DE TRANSITION

- RUSSEL INVESTMENTS FRANCE
- BLACKROCK NETHERLANDS B.V.

---

### 2022FRR01

#### MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : OBLIGATIONS D'ENTREPRISES À HAUT RENDEMENT ÉMISES EN DOLLARS

- CPR ASSET MANAGEMENT (anciennement BFT INVESTMENT MANAGERS, anciennement PGIM FIXED INCOME)
- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) S.A.R.L.
- NOMURA ASSET MANAGEMENT (EUROPE) KVG MBH
- ALLIANCEBERNSTEIN (LUXEMBOURG) SARL

---

### 2022FRR03

#### MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : D' ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS EUROPEENNES

- ABERDEEN INVESTMENTS IRELAND LIMITED / Abrdn Investments Limited
- DNCA FINANCE
- FIL GESTION / FIL Investments International

---

### 2023FRR03

#### MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : D' ACTIONS DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS FRANÇAISES

- AMIRAL GESTION
- HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
- INDEPENDANCE AM
- SYCOMORE ASSET MANAGEMENT

---

### 2023FRR04

#### MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : ACTIONS AMERICAINES LOT 1 : « ACTIONS DES ÉTATS-UNIS, GESTION ACTIVE RESPONSABLE DE GRANDES ET MOYENNES CAPITALISATIONS (« BLEND ») »

- JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) SARL / JPMorgan Investment Management Inc.
- CPR ASSET MANAGEMENT (anciennement BFT INVESTMENT MANAGERS) / Parnassus Investments, LLC

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

- FUNDLOGIC SAS / Calvert Research and Management
- WILLIAM BLAIR BV / William Blair Investment Management, LLC Autres prestataires

---

## 2024FRR01

### MANDATS DE GESTION ACTIVE RESPONSABLE : D' ACTIONS JAPONAISES TOUTES CAPITALISATIONS STYLE « BLEND »

- NOMURA ASSET MANAGEMENT EUROPE KVG mbH
- LOMBARD ODIER FUNDS (EUROPE) S.A.
- FIL GESTION

---

## 2024FRR02

### MANDATS DE GESTION D'ADOSSEMENT OAT

- OSTRUM ASSET MANAGEMENT
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE (anciennement AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS)

---

## 2024FRR03

### MANDATS DE GESTION OVERLAY LOT 1 : « GESTION PASSIVE DU RISQUE DE CHANGE »

- MERCER GLOBAL INVESTMENTS EUROPE LTD

### LOT 2 : « GESTION PASSIVE DES EXPOSITIONS »

- AMUNDI ASSET MANAGEMENT
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE (anciennement AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS)

## AUTRES PRESTATAIRES

---

## 2020FRR02

### COMMISSAIRES AUX COMPTES

- MAZARS SA
- GRANT THORNTON SAS

---

## 2022FRR02

### SÉLECTION DE PRESTATAIRES DE SERVICES JURIDIQUES

- FIELDFISHER (FRANCE) LLP ET CABINET ÉMILIE MAZZEI
- MORGAN LEWIS & BOCKIUS UK LLP – succursale de Paris (anciennement KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP)

---

## 2022FRR04

### RÉALISATION DES SUPPORTS DE COMMUNICATION ÉCRITS DU FRR

- LUCIOLE

---

## 2023FRR01

### PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE ET CLIMAT DU PORTEFEUILLE DU FRR

- S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC

---

## 2023FRR05

### PRESTATION DE MESURE ET D'ANALYSE DE L'EMPREINTE ESG DU PORTEFEUILLE DU FRR

- MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION

## Des exigences de reporting de haut niveau

Le reporting permet de mesurer le niveau d'atteinte des objectifs et d'évaluer les mesures de remédiation qui peuvent être envisagées. Dans le cadre du suivi des portefeuilles investis sur différentes classes d'actifs et différentes zones géographiques, le FRR exige depuis 2020 de la part des sociétés de gestion un reporting qualitatif dédié aux aspects ESG qui doit comprendre a minima les éléments suivants :

- les engagements pris en termes d'investissements socialement responsables par le gestionnaire qui indique le type d'enjeu environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur lesquels la société de gestion porte son attention dans le cadre de l'univers d'investissement ; la manière dont elle tient compte de ces enjeux extra-financiers dans la recherche et l'analyse des entreprises, et s'ils sont considérés comme ayant un impact sur la sélection de titres ou la construction du portefeuille; le suivi des engagements pris dans le cadre des mandats de gestion, y compris en termes de ressources et d'organisation (évolution des équipes, moyens techniques...);
- 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.;
- les 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.;
- des indicateurs (quantitatifs) standardisés visant à comparer les mandats entre eux;
- le suivi du respect de la politique d'exclusions du FRR;
- le suivi régulier de l'exercice des droits de vote par les différents gestionnaires, effectué en conformité avec les « Lignes Directrices relatives à l'exercice des droits de vote » rendues publiques sur le site internet FRR.

## Activité des appels d'offres de gestion financière en 2025

En 2025, plusieurs appels d'offres majeurs ont été lancés et finalisés pour la gestion des fonds du FRR.

### Finalisations

**JANVIER 2025** : Le FRR a conclu un appel d'offres en **gestion active responsable d'actions japonaises toutes capitalisations style blend** pour un montant total de 400 M€ et référencé sur l'indice « Russell Nomura Total Market ». Dans le cadre de la politique ESG du FRR, le marché devra contribuer aux engagements pris par une baisse des émissions de GES sur les mandats de l'ordre de 40 % avant le 30 juin 2029 par rapport au niveau des émissions de GES d'un indice pondéré par les capitalisations constatées à la date de démarrage de la gestion.

À l'issue de cette procédure, le FRR a retenu l'offre présentée par les sociétés suivantes :

- LOMBARD ODIER AM – ALPHA JAPAN ASSET ADVISORS LTD;
- NOMURA AM;
- FIL GESTION.

**AVRIL 2025** : Le FRR a finalisé un appel d'offres en **gestion de mandats de gestion d'adossment OAT** pour un montant total de 1400 M€, dans le but d'assurer une gestion d'adossment de flux ou « cash-flow matching », en investissant passivement majoritairement dans des titres financiers émis par l'État français, reflétant une chronologie de versements.

Le FRR a ainsi retenu l'offre présentée par les sociétés suivantes :

- AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS;
- OSTRUM ASSET MANAGEMENT.

**SEPTEMBRE 2025** : La sélection de mandats de **gestion overlay** a été finalisée.

Pour la première fois, cet appel d'offres est compartimenté en deux lots, ce qui permet de sélectionner des gestionnaires spécialisés pour chaque mission demandée :

- le premier lot concerne la gestion du risque de change pour un montant sous gestion de 400 M€ et des notionnels totaux d'environ 4 Md€;
- le second est principalement tourné vers la réplication de l'allocation (grâce à des notionnels totaux d'environ 2 Md€ en futures) et la gestion des stratégies optionnelles (notionnels totaux d'environ 1 Md€) pour un montant sous gestion de 700 M€.

Ces différents objectifs de la gestion overlay ont donné lieu à la sélection des sociétés suivantes :

Lot 1 : gestion passive de l'exposition aux risques de change :

- MERCER GLOBAL INVESTMENTS EUROPE - MESIROW.

Lot 2 : Gestion passive des expositions :

- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE (anciennement AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS);
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT.

### Lancement de 3 appels d'offres en 2025

**JUIN 2025** : Un appel d'offres a été lancé pour la gestion responsable de **fonds de fonds de capital investissement**, mettant en œuvre une exposition indirecte à au moins 80 % dans des entreprises situées en France et au maximum 20 % dans des entreprises situées dans l'Espace Économique Européen, le Royaume-Uni ou la Suisse.

Investi principalement, par l'intermédiaire des fonds sous-jacents, dans des très petites entreprises (TPE), des petites et moyennes entreprises et entreprises de taille intermédiaire (PME-ETI), le fonds dédié au FRR sera un levier de développement économique et social.

Ce marché, d'un montant d'engagement d'environ 400 M€ sur une période d'investissement de 5 ans, a donné lieu à une sélection finale en avril 2026.

**SEPTEMBRE 2025** : Le FRR a lancé un appel d'offres pour une gestion de **fonds dédiés de dettes privées unitranche**, portant sur un

montant indicatif de 600 M€. L'objectif est d'investir exclusivement dans des opérations de financement à moyen ou long terme d'entreprises PME et ETI principalement françaises dont l'EBITDA est compris de manière régulière entre 3 et 25 M€. Le fonds dédié au FRR investira sous forme de dettes privées, à hauteur d'au moins 80 % en dettes unitranches et au maximum de 20 % de dettes de type club deal. Au moins 80 % de ces financements devront concerner des entreprises ayant leur siège social situé en France, et au maximum 20 % pourront concerner des entreprises ayant leur siège social situé dans un autre État membre de la zone euro sous conditions.

L'objectif de cet appel d'offres vise à accompagner le développement de l'économie française en soutenant la croissance des entreprises locales, la création d'emplois et à sélectionner des sociétés de gestion qui intègrent des critères ESG ambitieux et mesurés de façon rigoureuse.

**DÉCEMBRE 2025** : Le FRR a lancé une procédure d'appel d'offres pour mettre en œuvre une **gestion responsable de réplication d'indices actions cohérente avec l'accord de Paris**, d'un montant cible indicatif de 1750 M€. L'objectif recherché par le FRR est notamment la poursuite de l'alignement des portefeuilles gérés avec une trajectoire compatible avec l'Accord de Paris, qui vise à limiter le réchauffement climatique à un niveau inférieur à 2°C, en accentuant les efforts pour le limiter autant que possible à 1,5°C.

Les méthodologies utilisées par chaque gestionnaire pour la réalisation de cet objectif pourront évoluer sur la durée du mandat mais devront intégrer a minima :

- une réduction progressive de l'empreinte carbone et des réserves fossiles en absolu;
- une réduction relative à l'indice de référence de l'empreinte carbone et des réserves fossiles;
- une surpondération de la part verte;
- une mesure des risques physiques et de transition;
- une notation ESG supérieure à celle de l'indice de référence;
- la politique d'exclusions du FRR.

## Évaluation des risques

### La gouvernance de la gestion des risques

Depuis la réforme des retraites de 2010, le Conseil de Surveillance adopte chaque année une allocation stratégique qui s'appuie sur un modèle de gestion destiné à sécuriser les versements annuels à la Cades. Le comité des risques du FRR examine chaque mois la performance des portefeuilles et du Fonds, ainsi que l'évolution des principaux risques financiers et opérationnels. En outre, ce comité examine les investissements dans de nouvelles classes d'actifs et définit les cadres de risques qui leur sont applicables. Il est présidé par un membre du Directoire et animé par les équipes chargées de la gestion des risques. Plus généralement, il est le garant de la diffusion de la culture des risques au sein du FRR. Les dossiers des comités des risques font par la suite l'objet d'une synthèse présentée à chaque réunion 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, Comité d'investissement responsable) et émet un avis en tant que de besoin. Il parti-

cipe, en outre, à différentes instances internes (Comité d'investissement tactique, Comité de pilotage de l'allocation stratégique...). Enfin, il émet un avis sur la revue de l'allocation stratégique, présentée lors de la réunion du Conseil de Surveillance consacrée à cette dernière.

### Les risques financiers

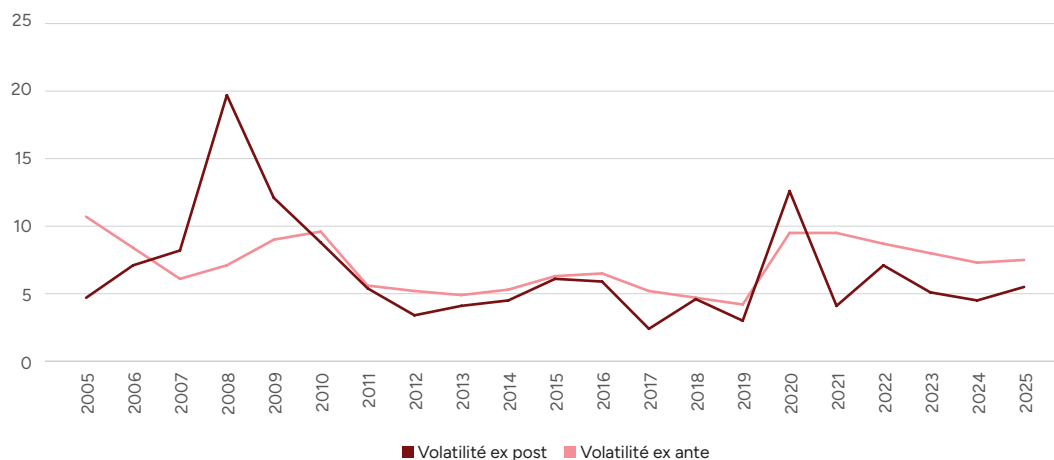
#### Les risques de marché

**Le risque de marché sur l'actif :** Le niveau de volatilité du portefeuille ex-ante est en très légère hausse en 2025 par rapport à 2024. En moyenne, elle s'est située à 7,5 % en 2025, après 7,3 % l'année précédente (7,1 % en moyenne depuis l'origine)

Le risque de variation défavorable de la valeur du portefeuille (perte) est évalué sur un horizon de court terme d'un an, correspondant à l'horizon de l'actualisation de l'allocation stratégique.

Ainsi, la perte potentielle moyenne estimée sur un an dans les 1 % de cas les plus adverses, mesurée par une « Value at Risk Conditionnelle » (CVaR) à 99 % sur un an, s'élève à 20,2 % de l'actif du FRR (contre 18,8 % fin 2024), soit 4,18 milliards d'euros.

### Volatilités annuelles constatées (en %)



Dans le portefeuille, les actifs de performance représentent le facteur de risque le plus significatif de la CVaR. À fin 2025, leur contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des prix dans les 1 % de cas les plus adverses est de 18,0 % de l'actif du FRR à l'identique de 2024, soit 4,1 Md€.

Au sein des actifs de performance, le FRR analyse mensuellement l'exposition des actions de l'allocation stratégique, du portefeuille tactique et du portefeuille aux facteurs de risque en recourant à la méthodologie Barra. Le portefeuille a présenté en 2025 un léger biais « small caps » ainsi qu'un léger biais « value » par rapport à l'indice de long terme de l'allocation stratégique.

**Le risque 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. Le FRR doit verser à la Cades 1,45 Md€ par an de 2026 à 2033.

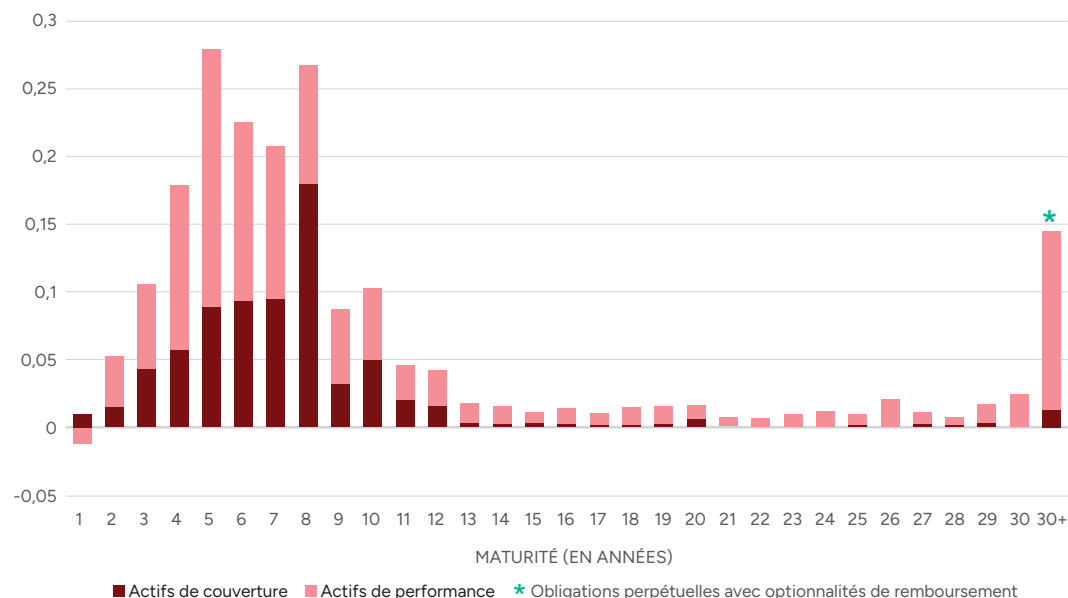
**Le risque de taux d'intérêt** : En fin d'année, la contribution à la perte moyenne potentielle liée aux variations des courbes de taux d'intérêt, mesurée par une CVaR un an à 99 %, est de 0,6 % sur les actifs de couverture du FRR, soit 0,1 Md€ sur la valeur de marché du portefeuille du FRR (contre également 0,6 % à fin 2024).

La sensibilité de la valeur du portefeuille du FRR à l'évolution des courbes de taux a légèrement augmenté, passant de 1,97<sup>2</sup> fin 2024 à 2,05 fin 2025. 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 2,05 %, soit environ 0,4 Md€.

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 3,71 % (la sensibilité était de 4,17 fin 2024).

## Contributions de sensibilités du portefeuille par type d'actifs et par maturités

SENSIBILITÉ CONTRIBUÉE



2 • Y compris les actifs de taux de la poche de performance.

**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 des pays émergents 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 de devises reste inférieure à 20 % du total de son actif global (limite réglementaire). L'exposition au risque de change à fin 2025 représente 16,9 % (après 16,8 % à fin 2024).

**Les risques d'écart de suivi de la performance du FRR et de celle de ses gestionnaires par rapport à leurs références de gestion :** la volatilité des écarts entre les performances de l'allocation stratégique et les performances de l'allocation réelle du portefeuille se mesure par des indicateurs de type écart de suivi (tracking-error 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 2025, les gestionnaires ont globalement tous respecté les limites de tracking-error ex-ante (2 dépassements ponctuels en 2025, aujourd'hui résorbés) définies dans les mandats de gestion. Dans le cadre du renouvellement de ses mandats actions, le FRR veille à harmoniser les méthodologies pour le calcul de la TE ex-ante, permettant ainsi au gérant de contrôler efficacement, dans la même lignée que le FRR, son budget de risque. Le FRR a développé de nouvelles approches pour évaluer au mieux le niveau de risque et le style de gestion des gérants sélectionnés, en incluant notamment dans le processus de sélection une analyse approfondie des paramètres de risque ex-ante et des niveaux de sensibilité aux facteurs de risque des portefeuilles.

Le FRR a autorisé les gestionnaires des mandats de crédit de bonne qualité à diversifier en partie leur portefeuille à travers des investissements dans des titres de notation moins élevée. Cette marge est encadrée par une limite définie relativement à leur benchmark de duration pondérée par le spread « DTS » (la duration est mesurée par la sensibilité de la valeur de tous les titres du portefeuille à la variation du spread de crédit, et le spread de ces mêmes titres est ajusté des options de remboursement anticipé).

Depuis 2020, les études effectuées par le FRR ont permis d'harmoniser autant que possible les mesures de risques financiers ex-ante utilisées par le FRR et les gérants.

Cette volonté d'harmonisation des méthodologies entre les gérants et le FRR découle du contexte des dernières années, notamment des hausses de volatilité et de spreads observées durant la crise Covid, ainsi que de l'intégration des facteurs ESG dans la gestion des mandats, absentes des benchmarks. La méthodologie de mesure de la DTS, utilisée pour limiter le risque de crédit des gérants obligataires, a été normalisée sur l'ensemble des mandats obligataires du FRR. La prise en compte du risque d'extension<sup>3</sup> pour les titres à optionalités, notamment les quasi-fonds propres, est désormais établie pour tous ces mandats.

Au niveau de l'indice de référence du FRR, à la fin de l'année 2025, la TE ex-ante entre le portefeuille réel du FRR et celui de l'allocation stratégique est de 120 points de base (contre 94 points de base l'année précédente), ce qui indique un niveau de risque pris très mesuré par rapport à l'allocation stratégique. 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).

**Le risque de liquidité des actifs gérés :** ce risque est principalement encadré à partir de limites internes et d'un suivi des poches les moins liquides du FRR (petites capitalisations, crédit).

3 • Risque de remboursement anticipé du titre par son émetteur.

Une limite d'exposition via 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). Depuis septembre 2022, cette limite est passée de 20 % à 25 %. Une actualisation de l'arrêté en février 2026 a porté ce seuil à 15 %, sans intégrer les placements en actifs non cotés (qui font désormais l'objet d'un ratio dédié limité à 25 %).

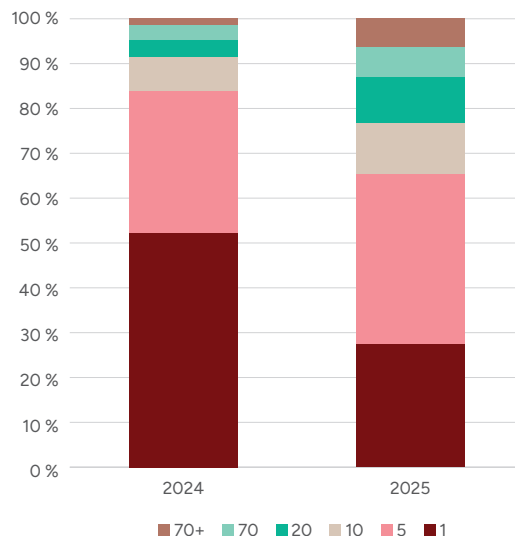
Le FRR gère également une limite d'emprise sur le capital des sociétés : le FRR ne peut détenir plus de 3 % des actions d'un même émetteur (à l'exception du portefeuille d'actifs non cotés : immobilier, capital investissement et infrastructures). En ce qui concerne les OPC, la limite d'emprise se situe à 20 % du passif de l'OPC.

S'agissant de l'estimation de la liquidité du portefeuille du FRR, des mesures indépendantes de la gestion ont été réalisées fin décembre 2025 :

- sur les actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines, 65 % du portefeuille pourrait être cédé sans impact de prix en moins de 5 jours<sup>4</sup>, contre 84 % à fin 2024 (cf. graphique ci-contre) : cette baisse de la liquidité s'explique essentiellement par le changement de gérants sur cette classe d'actifs en 2025, le processus de sélection ayant conduit le FRR à sélectionner des gérants particulièrement exposés aux sociétés de très petites capitalisations;
- sur le portefeuille crédit du FRR (investi dans les poches crédit euro IG, crédit euro HY et Adossement OAT), la part la moins « liquide » du portefeuille est définie<sup>5</sup> par les titres dont le taux de décote serait supérieur ou égal à 0,5 % dans le cas d'une opération d'achat-revente. Il ressort que cette part est d'environ 38 % à fin 2025 (taux de décote majoritairement compris entre 0,5 % et 1 %), contre 34 % à fin 2024. 1 % des titres sont considérés comme illiquides, avec un taux de décote à la revente supérieur à 1,5 %, comme en 2024 (cf. graphique page suivante).

## Mesure de la liquidité des mandats investis en actions de petites et moyennes capitalisations françaises, européennes et américaines

% des encours des petites et moyennes capitalisations pouvant être liquidés sur un nombre de jours donné, au 31/12/2025

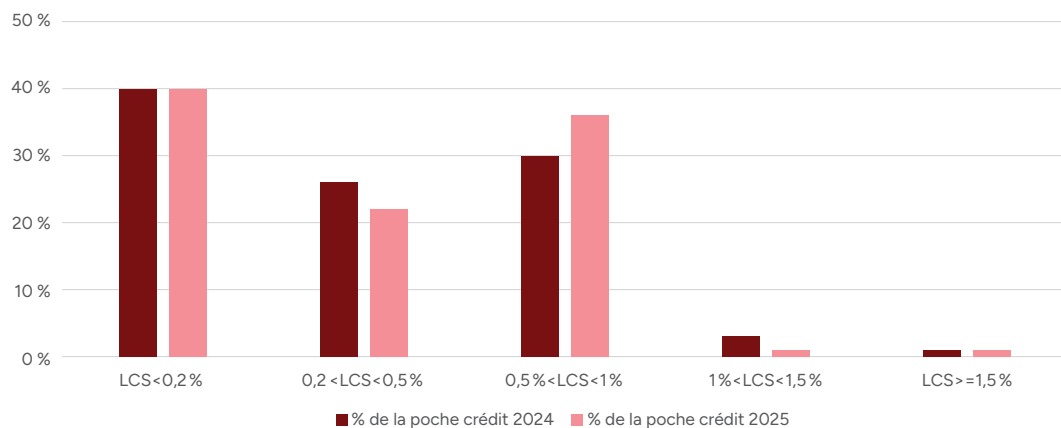


4 • En prenant comme hypothèse que 25 % du volume moyen de transactions quotidien observé lors des 3 derniers mois peut être liquidé en une journée sans impacter le cours des titres analysés.

5 • 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 :  $LCS = \frac{\text{Prix Vendeur} - \text{Prix Acheteur}}{\text{Prix Acheteur du titre}}$ .

## Estimation de la liquidité du portefeuille Crédit du FRR

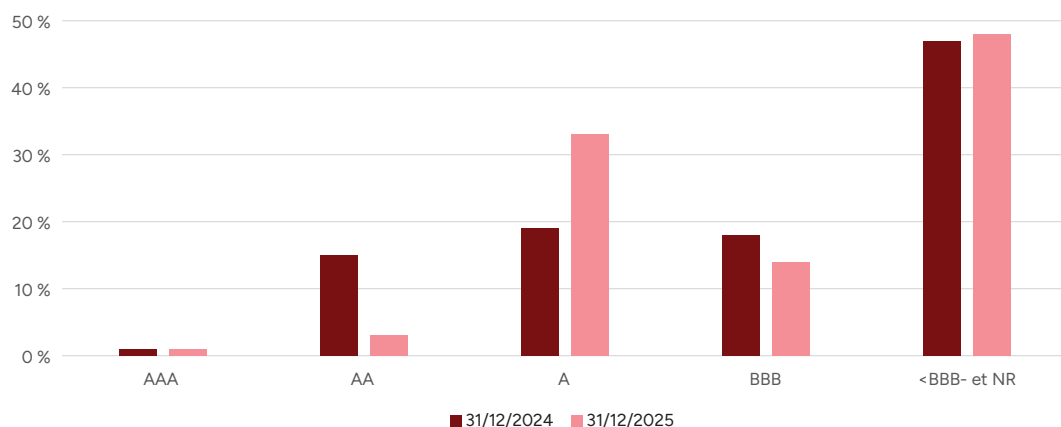
Exposition du portefeuille Crédit par niveau de LCS



## Les risques de Crédit/Contrepartie

**Le risque de crédit du portefeuille :** le graphique ci-dessous présente la répartition des actifs à revenu fixe du FRR par notation aux arrêts des comptes de 2024 et 2025. Ces actifs sont en légère majorité investis dans des titres de catégorie « Investment Grade ».

## Répartition de la poche taux par notation



Le risque de crédit du portefeuille obligataire est resté stable entre fin 2024 et fin 2025. Trois grandes catégories de classes d'actifs ont été distinguées lors de la mise en place de l'allocation stratégique de 2025 : les actifs de couverture, les actions non couvertes et les actifs de risque intermédiaire. La part des obligations d'entreprises de qualité, qui font partie des actifs de couverture, a diminué par rapport à l'allocation stratégique de 2024 ce qui a conduit à une augmentation de la proportion des valeurs de notation moins élevées dans le portefeuille obligataire. Ainsi 52 % de ce portefeuille est investi en titres « investment grade ») contre 54 % à fin 2024.

La notation moyenne<sup>6</sup> du portefeuille de taux du FRR en 2025 est de BB- (BB- en 2024). Le taux de perte attendu à 1 an correspondant à cette notation moyenne est de 0,72 % (0,75 % en 2024).

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 de notation financière d'émetteurs ou d'émissions détenues au sein de nos mandats. En cas de dégradation significative, ce dernier est notifié lors du comité des risques mensuel par l'équipe de gestion des risques financiers. En 2025, 9 alertes ont été générées à partir de cet outil (contre 7 alertes en 2024), essentiellement à des fins d'informations des directeurs d'investissement.

De plus, la perte potentielle liée à une diffusion corrélée de la dégradation de la qualité de crédit des émetteurs<sup>7</sup> est également mesurée sur le portefeuille crédit du FRR. Au 31/12/2025, la CVaR Crédit à 99 % sur 1 an du portefeuille crédit s'élève à 5,8 % (contre 5,7 % en 2024). Les actifs de performance contribuent à hauteur de 84,2 % à la CVaR crédit, et les actifs de couverture à hauteur de 15,8 %.

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 CLSBank<sup>8</sup>, limites par contrepartie. Fin 2025, l'exposition en risque globale du FRR au risque de contrepartie est de 268 M€ (contre 117 M€ fin 2024), 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 FRR met en transparence grâce à un prestataire externe les positions détenues dans des organismes de placement collectif sur un rythme mensuel.

6 • 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 2025 sur cette même notation.

7 • 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.

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

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

Le FRR ne peut investir dans des contrats financiers que dans des conditions de sécurité élevées. Le cadre réglementaire est celui du code monétaire et financier et du règlement général de l'Autorité des marchés financiers 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. La méthode du calcul de l'engagement du contrat financier consiste à calculer l'engagement effectif sur l'ensemble des contrats financiers rapporté à la valeur nette totale du fonds. L'engagement à fin 2025 représente 5,77 % de l'actif du fonds, en dessous de la limite réglementaire de 100 %.

### **Risques extra-financiers**

#### **Risque lié au changement climatique**

Le département des risques a introduit en 2025 un reporting de suivi des risques extra-financiers qui est présenté à un rythme trimestriel en comité des risques, à l'aide d'un outil interne permettant le suivi de la notation ESG et des controverses associées à tous les titres de tous les lots/mandats face à leurs indices. Cela permet de comparer le niveau de risque extra-financier pris par chaque gérant en absolu et en relatif par rapport à l'indice de gestion, et d'identifier des titres détenus dont la note paraît particulièrement basse ou sujette à controverse; ce qui peut être l'occasion d'initier une discussion avec le gérant concerné.

Cela a permis de vérifier que le risque extra-financier des mandats du FRR est très majoritairement inférieur à celui des indices de gestion, et que les gérants sont moins exposés aux titres de faible qualité ESG que les indices.

### **Conformité**

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, notamment la politique d'exclusions du FRR;
- vérifie également mensuellement que les investissements réalisés via des OPC et fonds sont conformes aux règles internes;
- s'assure du respect des 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).

En outre, le FRR confie à un prestataire extérieur le contrôle des risques extra-financiers de son portefeuille, notamment au regard des controverses portant sur les sociétés détenues, y compris dans le cadre d'une détention indirecte via des OPC. En cas de risque avéré décelé par ces contrôles, le FRR pourrait être amené à céder sa participation dans la société ou dans le fonds.

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.

Concernant la lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement d'activités terroristes et le respect des sanctions internationales, le FRR participe résolument aux efforts déployés au niveau international. Le FRR met en œuvre un programme de conformité avec la réglementation anti-blanchiment basé sur la gestion des risques. Les risques de blanchiment de capitaux, de financement d'activités terroristes et de non-respect des sanctions internationales font tout à la fois l'objet d'un programme de formations internes obligatoires, de politiques, de procédures et d'un dispositif de contrôle interne et de diligences spécifiques dans les processus de sélection des gestionnaires et des investissements. Le FRR veille particulièrement à la conformité de ses investissements à cette politique.

Le FRR prohibe notamment :

- toute relation d'affaires et investissement impliquant un pays, une personne physique ou morale faisant l'objet d'une sanction financière internationale (française, européenne, ONU ou internationales) susceptible de viser des pays ou des typologies de biens ou services dans ces pays, ainsi que des personnes physiques et morales en application de la réglementation ;
- les instruments financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays figurant sur la liste française des états et territoires non coopératifs (ETNC) et sur la liste UE des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales ;
- les instruments financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays figurant sur la liste des juridictions à haut risque visées par un appel à action du GAFI ;
- sauf dérogation à envisager au cas par cas les instruments financiers émis par des sociétés domiciliées dans un pays identifié comme pays tiers à haut risque (PTHR) par la Commission européenne et/ou dans une juridiction soumise à une surveillance renforcée par le GAFI ;

- toute relation d'affaires impliquant un pays, une personne physique ou morale faisant l'objet d'une sanction financière internationale (française, européenne, ONU ou internationales) susceptible de viser des pays ou des typologies de biens ou services dans ces pays (mesures dites d'embargo) ainsi que des personnes physiques et morales (mesures dites de gel des avoirs) en application de la réglementation.

Le critère de rattachement d'un titre financier à un pays qui s'appliquait jusqu'en 2023 était le pays de domiciliation, ce critère a été renforcé depuis 2024 pour prendre à la fois en compte le pays d'incorporation et le pays de domiciliation.

### **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 membres du Directoire est encadré par le Code de la Sécurité sociale, celui applicable aux membres du Comité de Sélection des Gérants, 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. La participation à des séminaires, colloques ou séjours professionnels n'est autorisée qu'avec l'accord préalable et express de la hiérarchie. Dès lors qu'une société est sélectionnée pour le deuxième tour d'un appel d'offres ou est candidate à une procédure d'appel d'offres ouvert, il est interdit aux collaborateurs du FRR d'accepter des réunions ou des déjeuners en tête à tête, à l'exception des comités de gestion.

Compte tenu de son statut et de ses missions, le FRR est soumis à un devoir d'exemplarité en matière de loyauté, de professionnalisme et de respect de la primauté des intérêts de ses ayants droit. La Déontologue du FRR est en charge du pilotage du dispositif de déontologie et définit les principes de prévention et de traitement en matière de gestion des conflits d'intérêts. Elle élabore et met à jour le référentiel des conflits d'intérêts et identifie et documente avec les Directions les situations de conflits d'intérêts auxquelles elles sont exposées dans le cadre de leurs activités. Elle pilote le dispositif de formation des collaborateurs et valide après analyse des situations organisationnelles et individuelles le dispositif de prévention et de gestion adéquat à mettre en œuvre.

Les risques déontologiques de conflits d'intérêts (protection de l'investisseur, allocation des investissements, correcte exécution) font également l'objet de diligences spécifiques lors des processus de sélection des gestionnaires d'actif et fonds d'investissement.

### **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, au risque cyber, à la continuité d'activité ou à la généralisation de circuits de validation et de signature électronique contribue également à la réduction en amont des risques opérationnels. Le dispositif a continué d'être enrichi en 2025 afin de renforcer la sécurité opérationnelle des processus métiers avec la prise en compte des risques cyber locaux ou transverses à une ligne d'activité et des risques géopolitiques.

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, résilience technologique incluant les événements de nature cybernétique) sont régulièrement mises à jour et font l'objet d'un suivi en comité des risques. Des diligences spécifiques sur les dispositifs de continuité des délégataires de gestion sont également mises en œuvre dans le cadre des sélections. Tous les collaborateurs du FRR disposent de capacités d'accès à distance et d'équipements qui leur permettent de travailler et communiquer en mode hybride en toute sécurité. En complément de cette capacité de travail à distance, 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 décembre 2025. La gestion de crise s'est quant à elle appuyée sur un exercice annuel de cellule de crise qui a réuni le comité de direction ainsi que les responsables de département en septembre 2025.

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, indemnisations, suivi des plans d'amélioration). Dans ce cadre, le FRR apporte également une attention particulière au suivi des incidents opérationnels et des sanctions réglementaires touchant ses prestataires de gestion ainsi que ses prestataires essentiels.

# 2

---

AU SERVICE DES  
GRANDS ENJEUX  
PUBLICS DE DEMAIN :  
LA RESPONSABILITÉ  
AU CŒUR DE LA  
GESTION DU FRR

---

FONDS  
DE RES  
POUR I  
RETRAI

# LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DU FRR ET SON HISTOIRE

## La Stratégie d'Investissement Responsable du FRR

La prise en compte des critères de durabilité dans les décisions de gestion est inscrite dans les missions du FRR depuis sa création en 2001. 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 d'être exemplaire en prenant en considération dans sa gestion les dimensions environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). Cela permet au FRR de maîtriser son risque réputationnel et les risques financiers, et de profiter d'opportunités d'investissement.

Cette ambition se matérialise par une stratégie d'investisseur responsable revue tous les 5 ans et caractérisée par des ambitions élevées en matière de responsabilité, une volonté de progresser et d'accompagner les acteurs de l'écosystème du FRR, et la volonté d'influer sur les entreprises dans lesquelles le FRR investit via des actions d'engagement.

Rassemblant les principes généraux, les objectifs concrets, les étapes et les moyens, elle est conçue par le Directoire et approuvée par le Conseil de Surveillance 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.

La stratégie 2024-2028 cible les trois domaines prioritaires suivants :

- favoriser la transition énergétique et écologique;
- promouvoir l'équité sociale;
- préserver la biodiversité.

Elle s'appuie sur trois leviers principaux :

- l'orientation des investissements;
- l'action sur l'écosystème de la gestion financière (gérants, fournisseurs d'indices, agences de notation extra-financière, etc.);
- l'impact sur les entreprises.

## Initiatives et groupes de travail dans lesquels le FRR s'engage

### Les initiatives collaboratives

L'un des principaux moyens dont disposent les investisseurs institutionnels en gestion déléguée pour agir en faveur du développement durable, est d'exercer leur pouvoir d'influence vis-à-vis des entreprises 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 natio-

nal. Il a été notamment fondateur de plusieurs d'entre elles, parmi les plus structurantes (PRI, Principes de l'Investissement Responsable) et la Net Zero Asset Owner (NZAOA).

De plus, le FRR a fait le choix de soutenir le dialogue avec les entreprises via des initiatives collaboratives, en coopération avec ses gestionnaires de mandats et de fonds mais aussi, lorsque cela s'avère nécessaire et possible, directement avec les entreprises.

#### INITIATIVES DE PORTÉE GLOBALE

#### INITIATIVES PORTANT SUR LES ENJEUX DE DÉCARBONATION

#### INITIATIVES PORTANT SUR L'ENGAGEMENT AVEC LES ENTREPRISES

Signatory of:



Net-Zero Asset Owner Alliance



### La recherche

Le FRR contribue également à la recherche académique en matière d'investissement responsable, en sponsorisant le prix annuel du FIR (Forum pour l'investissement Responsable) organisé en collaboration avec les PRI (Principles for Responsible Investment) et en finançant la recherche académique sur la finance durable et l'investissement responsable (FDIR) de la Toulouse School of Economics et de l'École polytechnique depuis 2007.

# MISE EN ŒUVRE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DANS LE PORTEFEUILLE DU FRR

## Politique d'exclusions

### 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 en 2025 de renforcer l'exclusion de son portefeuille des instruments financiers émis par des sociétés dont l'activité d'extraction de charbon thermique ou de production d'électricité, de chaleur ou vapeur, à partir du charbon ou toute infrastructure dépassant 1 % de leur chiffre d'affaires.

Le FRR s'engage aussi à exclure tout financement ou investissement de nouvelles capacités liées à la production d'énergie, rénovation de centrale à charbon ou toute autre infrastructure dédiée au charbon thermique.

Le FRR prévoit une sortie totale du charbon thermique. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2030, les entreprises seront exclues dès le 1<sup>er</sup> euro de chiffre d'affaires dans ces activités pour les entreprises qui ont leur siège social dans la zone OCDE et à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2040 pour les entreprises hors OCDE, conformément aux trajectoires de limitation du réchauffement climatique prévu par l'Accord de Paris.

Le FRR a également décidé d'exclure tous les instruments financiers émis par des sociétés générant au-delà de 10 % de leur chiffre d'affaires dans les énergies fossiles non conventionnelles, ainsi que tout nouveau projet d'énergies fossiles non conventionnelles. Les énergies fossiles non-conventionnelles incluent les pratiques suivantes : l'extraction de sables bitumineux, la fracturation hydraulique et le gaz de schiste ; les forages en Arctique et les forages en eaux ultra-profondes.

Ces exclusions ne s'appliquent pas pour les obligations vertes, ni lorsque les entreprises concernées ont un plan de décarbonation aligné avec un scénario crédible Net Zéro 2050 validé par le SBTi (Science based targets initiative ou équivalent) ou si l'entreprise prévoit de vendre ou fermer ses activités concernées d'ici à 2030, lui permettant de repasser sous le seuil de chiffre d'affaires indiqué, privilégiant la fermeture de l'activité à la vente.

Pour le capital investissement et les infrastructures, aucun nouvel investissement ne sera réalisé dans de nouveaux champs pétroliers ou gazifères. Les investissements dans la distribution et le stockage seront limités aux exploitations existantes, ou à celles qui contribuent à l'alignement 1,5°C (par exemple via la mise en place de technologies de capture et stockage du carbone).

Le FRR se réserve le droit de procéder à des exclusions supplémentaires dans toutes ses stratégies d'investissement.

### Exclusion du secteur du tabac

Pour des raisons de santé publique, et en alignement avec sa politique d'investisseur responsable et avec les conventions signées par la France, le FRR exclut tous les instruments financiers émis par des sociétés productrices de tabac de son portefeuille d'investissement.

## Exclusion des entreprises ne respectant pas les normes internationales (cf. partie conformité)

Conformément à sa stratégie de contrôle de la conformité de ses investissements, le FRR a mis en place des critères d'exclusion concernant :

- les entreprises dont des activités ne respectent pas certaines conventions internationales ratifiées par la France, ou
- les entreprises ayant leur siège social dans un pays des listes française et européenne des États et territoires non coopératifs au niveau fiscal.

De manière ponctuelle, d'autres sociétés en raison de controverses très sévères.

Ces pratiques et activités controversées font l'objet d'une analyse annuelle par Morningstar à fin 2025.

Chaque année, le FRR met à jour sa liste d'exclusion validée par le Comité de l'investissement responsable du Conseil de Surveillance sur la base d'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 (interdites par la Convention d'Oslo en 2008, signée par 108 pays), de mines anti-personnel (interdites par la Convention d'Ottawa en 1997, signée par 164 pays), d'armes chimiques (Convention sur l'interdiction des armes chimiques en 1992) et bactériologiques (Convention sur l'interdiction des armes biologiques de 1972) ou de leurs composants clés.

En 2025, 17 entreprises identifiées dans l'univers d'investissement du FRR sont placées sur la liste d'exclusion :

PRODUCTEUR / DÉVELOPPEUR	PAYS
Aerospace Long-March International Trade Co., Ltd.	Chine
Anhui GreatWall Military Industry Co., Ltd.	Chine
China North Industries Corp.	Chine
China North Industries Group Corp. Ltd.	Chine
Compania Nationala ROMARM SA	Roumanie
Defense Research & Development Organization	Inde
Electromechanical Ordtech Ltd.	Grèce
Global Industrial & Defence Solutions	Pakistan
LIG Nex1 Co., Ltd.	Corée du Sud
Makine ve Kimya Endüstrisi AS	Turquie
Nityanand Udyog Pvt Ltd.	Inde
Poongsan Corp.	Corée du Sud
POONGSAN HOLDINGS Corp.	Corée du Sud
SNT DYNAMICS Co., Ltd.	Corée du Sud
SNT Holdings Co., Ltd.	Corée du Sud
The Day & Zimmermann Group, Inc.	États-Unis
Yugoimport-SDPR	Serbie

## Empreinte carbone du portefeuille

Répondre à l'urgence climatique fait partie des priorités du FRR. La transition énergétique, enjeu majeur du XXI<sup>e</sup> siècle, est donc l'un des engagements forts du FRR. Ainsi, l'adhésion à la Net zero asset owner alliance conforte 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 (émissions scope 1, scope 2 et scope 3 amont fournisseurs directs selon le GHG protocol);
- 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 »;
- mener des actions d'engagement actionnarial 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 Climate Action100+.

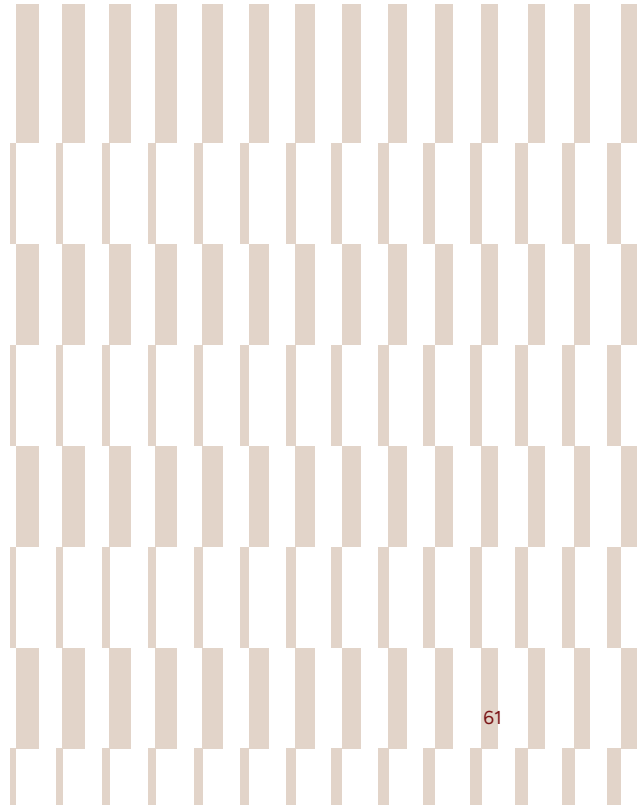
Pour atteindre ces objectifs, chaque nouveau mandat de gestion d'actions ou d'obligations d'entreprises se voit attribuer des objectifs différenciés par zone géographique et classes d'actifs. Cette différenciation permet de prendre en compte les avancées déjà réalisées et les marges de manœuvre des entreprises sous-jacentes.

Le FRR calcule alors l'empreinte environnementale de son portefeuille grâce à un prestataire, sélectionné par appel d'offres, chargé de la mesure et de l'analyse de l'empreinte environnementale et climatique du portefeuille du FRR. En 2023, S&P Global Market Intelligence LLC a été retenu pour une durée de quatre ans avec possible reconduction d'une année. Les émissions carbon sont estimées en intensité moyenne pondérée (ou WACI – weighted average carbon intensity) et exprimées en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> émises par million d'euros de chiffre d'affaires.

### Objectifs de réduction des émissions en valeur absolue

Dans le cadre de son adhésion à la Net zero asset owner alliance (NZAOA), le FRR a adopté des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles, en valeur absolue, pour parvenir à une trajectoire de limitation du réchauffement climatique à 1,5°C.

Les objectifs de décarbonation visés par la NZAOA étaient de 20 % à horizon 2024, mais le FRR vise plutôt une réduction de -40 % entre 2019 et 2025 et de 60 % à fin 2029 – l'année de référence étant 2019. Il s'agit de la poursuite d'une démarche entamée de longue date, qui avait déjà permis de diminuer les émissions de 40 % entre 2013 et 2019 pour le portefeuille actions global. Les émissions prises en compte sont les émissions directes et les émissions des fournisseurs directs (émissions scope 1, scope 2 et scope 3 amont fournisseurs directs selon le GHG protocol). Dans le cadre de la Net zero asset owner alliance, ces objectifs seront revus par périodes de cinq années.



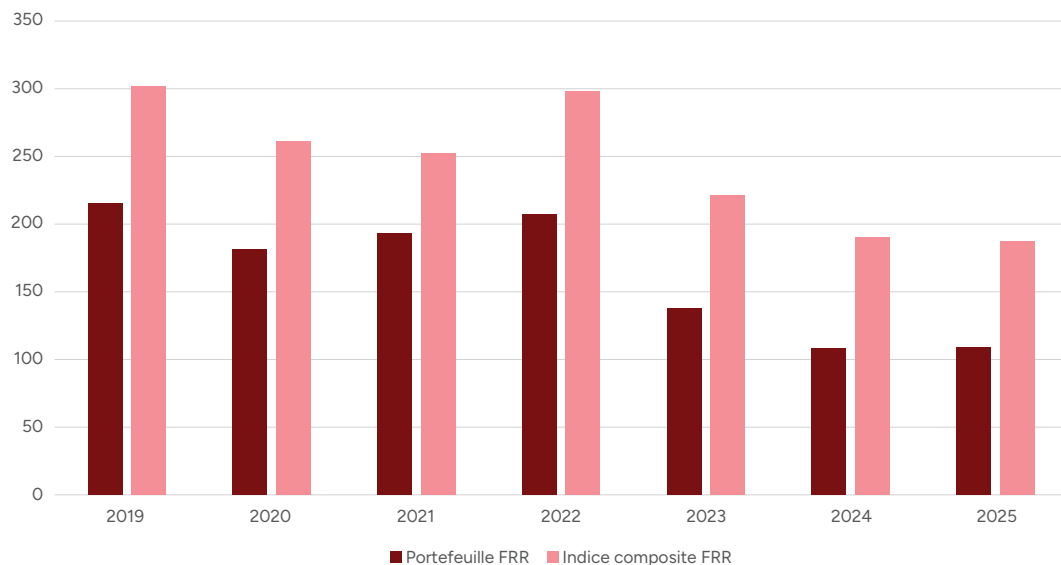
## Empreinte carbone du portefeuille d'actions

Fin 2025, la moyenne pondérée des intensités carbone (méthode WACI) des entreprises dans le portefeuille actions monde du FRR s'élevait à 109 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros

de chiffre d'affaires. Elle était inférieure de 42 % à celle de l'indice de référence du FRR. De 2019 à 2025, l'empreinte carbone du portefeuille actions du FRR a diminué de 50 % (soit environ 10 % par an) tandis que celle de l'indice représentatif du portefeuille du FRR n'a diminué que de 38 %.

### Évolution de l'empreinte carbone du portefeuille global actions en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de chiffre d'affaires (scope 1, scope 2, scope 3 fournisseurs directs)

SOURCE : S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



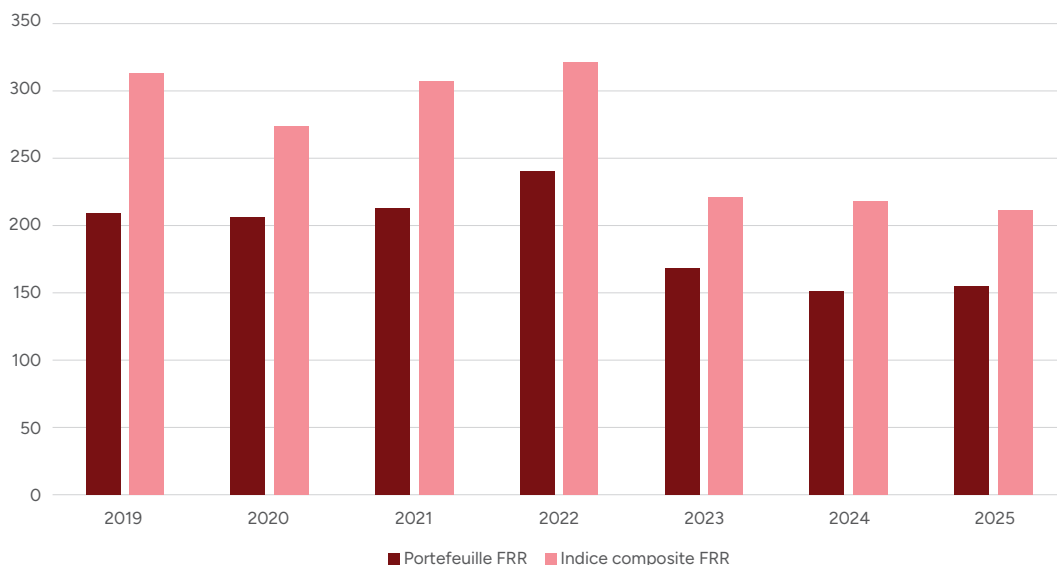
## Empreinte carbone du portefeuille d'obligations d'entreprises

Fin 2025, l’empreinte carbone du portefeuille Obligations d’entreprises du FRR s’élève à 155 tonnes d’équivalent CO<sub>2</sub> par million d’euros de chiffre d’affaires. Elle est inférieure de 27 % à celle de l’indice de référence. De 2019 à 2025, l’empreinte carbone du portefeuille a baissé de

26 % et celle de l’indice de référence a baissé de 33 %. Le léger écart s’explique par l’« effet allocation » dû à l’augmentation du poids des obligations à haut rendement (qui présentent des activités davantage intenses en émissions carbone). Il est à noter que cet écart a diminué en 2025, puisqu’à fin 2023, il s’établissait à 9 points. Ceci reflète le renforcement des engagements de décarbonation pris par le FRR.

### Évolution de l’empreinte carbone du portefeuille obligations d’entreprises en tonnes d’équivalent CO<sub>2</sub> par million d’euros de chiffre d’affaires (scope 1, scope 2, scope 3 fournisseurs directs)

SOURCE : S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



Les obligations vertes financent des projets ayant un impact environnemental positif, tels que les énergies renouvelables ou les transports écologiques. En ce sens, on pourrait considérer qu’elles n’ont pas d’émissions de CO<sub>2</sub> nettes. Cependant, il est important de noter que les projets financés par les obligations vertes ne sont pas toujours exempts d’émissions de CO<sub>2</sub>. Par exemple, un projet d’énergie renouvelable peut générer des émissions de CO<sub>2</sub> pendant sa phase de construction. Par ailleurs, l’émetteur de l’obligation verte peut avoir d’autres activités qui génèrent des émissions de CO<sub>2</sub>.

À ce stade, le FRR attribue l’empreinte de l’émetteur aux obligations vertes, ce qui correspond à la méthodologie du prestataire. Il s’agit d’une approche conservatrice. Néanmoins, le FRR demande à ses gestionnaires de s’exposer aux obligations vertes au-delà de leur proportion dans les indices de référence (31 % dans le portefeuille d’obligations d’entreprises, légèrement plus que dans l’indice à 30 %). Ces expositions apparaissent donc dans les empreintes des portefeuilles déclarées par le FRR qui sont, de fait, majorées.

## Empreinte carbone du portefeuille d'obligations d'État

La méthodologie d'analyse de l'empreinte carbone d'un portefeuille d'actifs souverains est basée sur les 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 carbonées. Le périmètre recouvre :

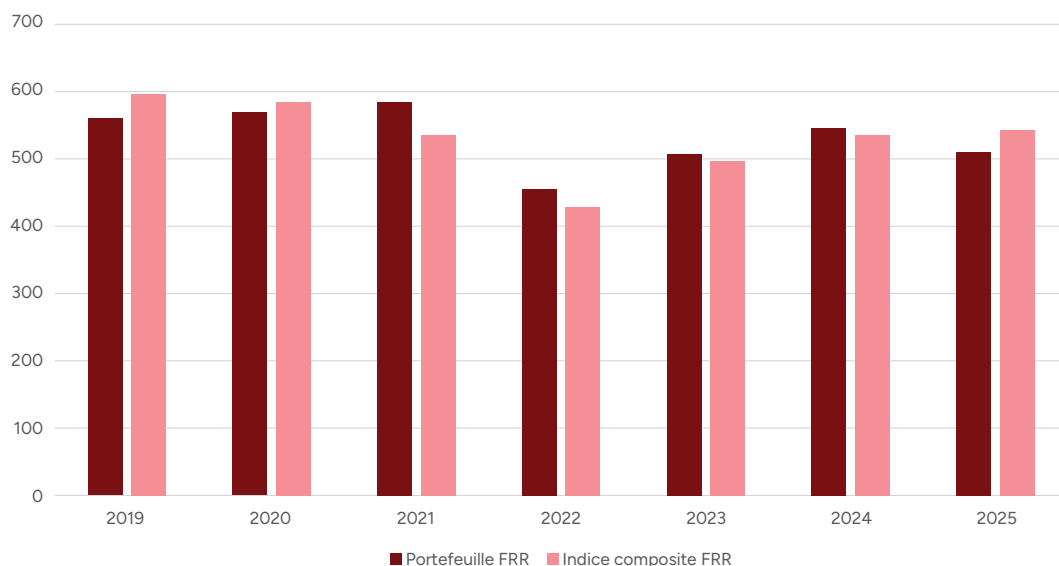
- les émissions domestiques, c'est-à-dire les émissions générées par les biens et services produits et consommés sur un territoire donné ;
- les importations directes, c'est-à-dire les émissions générées par les biens et services directement importés par un pays ;
- les exportations directes, c'est-à-dire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

Le graphique ci-dessous correspond à la moyenne pondérée des intensités carbone du portefeuille d'emprunts d'État 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 est faible et s'explique chaque année par la composition des fonds de dette des pays émergents et par les poids de cette classe d'actifs et des OATs par rapport à ceux dans l'allocation stratégique.

## Évolution de l'empreinte carbone du portefeuille obligations d'États en tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> par million d'euros de PIB (scope 1, scope 2, scope 3 fournisseurs directs)

SOURCE : S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC



## Investissements à impact

### Contribution aux objectifs de développement durable

Les objectifs de développement durable (ODD) sont un plan d'action adopté par tous les pays membres des Nations Unies en 2015. Ils constituent un appel à l'action pour éradiquer la pauvreté, protéger la planète et garantir la prospérité pour tous d'ici 2030.

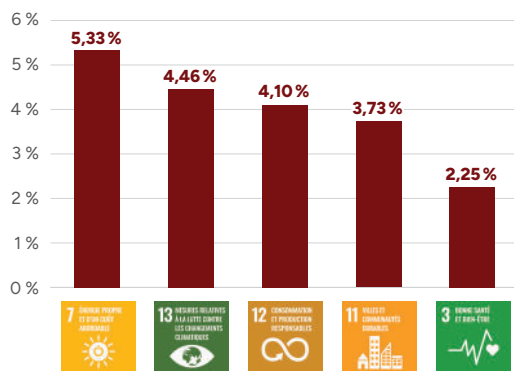
Ces 17 objectifs répondent aux défis mondiaux auxquels nous sommes confrontés, notamment ceux liés à la pauvreté, aux inégalités, au climat, à la dégradation de l'environnement, à la prospérité, à la paix et à la justice.

Parmi les entreprises du portefeuille d'actions global, les 5 thèmes durables les plus représentés en portefeuille sont :

- énergie propre et à coût abordable (ODD 7) ;
- lutte contre le changement climatique (ODD 13) ;
- consommation et production durables (ODD 12) ;
- villes et communautés durables (ODD 11) ;
- bonne santé et bien-être (ODD 3).

### Les ODD auxquels contribuent le plus les revenus des entreprises en portefeuille Actions Global (en % des revenus pondérés)

SOURCE : MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION

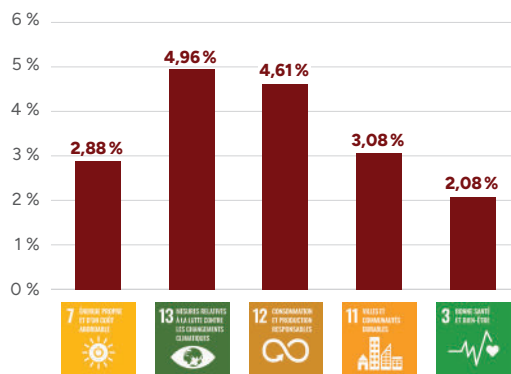


En comparaison avec fin 2024, on note une légère hausse de la contribution des entreprises en portefeuille aux ODD principalement sur les ODD 7 (+0,4 % point par rapport à 2024), 11 (+0,3 point) et 13 (+0,8 point). Le portefeuille confirme sa trajectoire de transition avec une exposition accrue aux ODD climat, énergies renouvelables et circularité tout en restant équilibré sur l'urbain et les infrastructures.

Les 5 ODD les plus représentés dans le portefeuille d'obligations d'entreprises sont identiques à ceux du portefeuille d'actions global, bien que dans un ordre différent et avec des niveaux de contribution en général plus faible :

### Les ODD auxquels contribuent le plus les revenus des entreprises en portefeuille obligations d'entreprises (en %)

SOURCE : MORNINGSTAR FRANCE FUND INFORMATION



Sur le portefeuille Obligations d'entreprises les progressions sur les 5 ODD les plus représentées sont encore plus fortes que sur les actions avec des niveaux de contributions aux ODD qui s'améliorent tous par rapport à 2024 affichant une augmentation de 0,8 point sur l'ODD7, de 1,7 points sur l'ODD 13, de 1,6 points sur l'ODD12, de 1,2 points sur l'ODD 11 et de 1,6 points sur l'ODD 3.

## Mandats d'actions

Outre les scores ESG, la contribution aux ODD et les objectifs de décarbonation, les mandats actions se voient assigner d'autres objectifs et doivent reporter sur d'autres aspects liés à la transition énergétique et écologique, comme la part du portefeuille aligné avec la taxonomie verte de l'Union Européenne. La taxonomie verte permet de définir et mesurer la part « verte » des activités d'une entreprise.

Par exemple, les analyses effectuées par le prestataire S&P Sustainable 1 révèlent que 43 % (en ligne avec l'indice avec 42 %) des revenus du portefeuille actions du FRR sont éligibles aux 2 premiers objectifs de la Taxonomie (1. Atténuation du changement climatique - 2. Adaptation au changement climatique). Par ailleurs, le portefeuille affiche un mix énergétique composé à 61 % d'énergies renouvelables (contre 48 % pour l'indice).

Les sociétés de gestion de chaque mandat sont entre autres choisies pour leur capacité à améliorer ces métriques par rapport à l'indice de référence.

## Mandats obligataires

Les mandats obligataires intègrent aussi une démarche en faveur de la transition énergétique et écologique. 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. Il mesure la part grandissante des obligations vertes dans ses portefeuilles d'investissement, que ce soit dans les portefeuilles d'émissions émises en euros ou en dollars, en actifs « investment grade » ou à haut rendement (« high yield »).

Les obligations vertes sont spécifiquement utilisées pour financer des projets présentant des bénéfices environnementaux tels que les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, la conservation de l'eau et l'adaptation au changement climatique.

Au sein du portefeuille du FRR, les obligations vertes (« green bonds ») et les obligations durables (« sustainable bonds ») représentent un encours de 525 M€. Selon l'analyse de S&P Global Sustainable<sup>1</sup>, ces obligations vertes ont servi à financer plus de 3932 GWh d'énergies

renouvelables, 13 047 m<sup>2</sup> de surface de bâtiments verts et près de 5 804 660 km de distance passager parcourue grâce à des transports verts. Les émissions évitées annualisées grâce au financement par ces obligations vertes représentent 92 240 tCO<sub>2</sub>e (part FRR).

Les obligations vertes souveraines représentent 67 M€ d'encours, avec 93 % des émissions provenant d'Europe mais les émissions évitées sont difficiles à calculer sur cette partie du portefeuille dû à un manque de divulgation des émetteurs souverains.

## Actifs non cotés

### Immobilier

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 sur l'aspect social, en permettant de loger plus de 15 000 personnes sous conditions de ressources avec une économie de loyer de près de 14,6 %, soit 1603 € par ménage logé.

De la même façon, le FRR a investi en 2025 dans le FLI 3, fonds classé article 9, et qui s'inscrit dans la logique d'investissement à impact. Le FLI 3 cible de nouveau des investissements en logements intermédiaires, mais aussi des investissements dans des résidences gérées à destination des étudiants et des jeunes actifs, et cela afin de tenir compte des évolutions sociétales et de proposer une offre d'hébergements adaptés dans les zones en tension.

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.

L'empreinte écologique de Brownfields est clairement positive :

- suppression des sources de pollution susceptibles de contaminer les différents milieux (sols, eaux souterraines et air ambiant);
- reconversion des friches en zone urbaine permettant d'une part de réduire l'étalement urbain et d'autre part de réduire les émissions de CO<sub>2</sub> liées aux déplacements.

Grâce à ces reconversions le fonds Brownfields 3 a financé :

- 9 500 unités de logements familiaux créés dont environ dont 40 % à vocation sociale ou prix modérés ;
- 15 résidences avec services totalisant 2 000 Unités d'Hébergement ;
- 5 parcs d'activités totalisant 331 000 m<sup>2</sup> surface de plancher ;
- 2 immeubles de bureaux totalisant 10 000 m<sup>2</sup> (SdP) ;
- 1 hypermarché ;
- 1 hôtel 4\* de 101 chambres.

**Opération Colombes, exemple d'une opération visant à rénover une zone comportant un centre commercial vieillissant, en est une illustration.**

Au cœur du quartier Victor Basch à Colombes, le projet façonne le nouveau visage du quartier en pleine mutation. Très bien desservi par les transports en commun avec de nombreux

commerces de proximité, il permet de répondre au besoin de logements en zone dense, réduisant ainsi les émissions de carbone associées aux déplacements automobiles, tout en renaturant des espaces imperméabilisés. Les enjeux du projet son triple :

- la réhabilitation du centre commercial des Quatre Chemins sans interrompre l'activité commerciale en trois temps : 1) construire un lot 2 afin d'accueillir le transfert provisoire de l'exploitation du Leclerc, 2) démolir l'hypermarché Leclerc et reconstruire un ensemble immobilier mixte commerce RdC/logements/résidence, 3) réinstaller le Leclerc sur le site initial, le lot 2 accueillant d'autres activités ;
- la transformation du quartier par la création d'un ensemble immobilier qualitatif dans le prolongement de la ZAC Charles de Gaulle ;
- la re-végétalisation de parcelles intégralement imperméabilisées.



Chantier de l'opération de reconversion à Colombes

Au final, le lot 2 permettra de construire 109 logements collectifs avec des surfaces extérieures généreuses pour chaque logement (10 m<sup>2</sup> en moyenne par logement), répondant aux normes NF HABITAT HQE/ RT2012 -10 %, ainsi que la création d'un espace vert sur dalle de 800 m<sup>2</sup>, avec la végétalisation de toutes les toitures inaccessibles et l'installation de jardinières réparties sur les terrasses et balcons des logements. Par ailleurs, le nouvel îlot Leclerc comprendra l'hypermarché E. Leclerc (avec pharmacie, restaurant et un commerce), 107 chambres en résidence pour étudiants, 213 logements collectifs, 647 places de stationnement et un cœur d'îlot paysager de 3 000 m<sup>2</sup>. Ce projet de construction de l'îlot Leclerc permet une lutte contre l'artificialisation des sols. En effet, en construisant 320 logements et 13 443 m<sup>2</sup> de surface de plancher de commerce, l'opération permet de ne pas consommer 77 443 m<sup>2</sup>. Par ailleurs, 96 % de matériaux ont été recyclés en masse, et 315 tonnes de terres polluées ont été évacuées.

## Infrastructures

Au regard des importants besoins de financement dans le domaine de la transition écologique et énergétique, et de la volonté du FRR de contribuer à la souveraineté notamment énergétique de la France et plus largement de l'Europe, une grande majorité des investissements des fonds sélectionnés dans cette classe d'actifs est ainsi dédiée à ce domaine au sens large : ils représentent près de 90 % des encours de cette classe d'actifs.

Ils concernent particulièrement les secteurs des énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque, biomasse et biogaz, ...), mais également du stockage devenu indispensable pour optimiser la fluidité du réseau, la mobilité pour accompagner entre autres la montée en puissance du parc de véhicules électriques, ou encore l'efficacité énergétique, le traitement des déchets ou le secteur de l'eau dans toutes ses dimensions.



Solarisation de hangar agricole par Arkolia

En effet, la transition et la souveraineté énergétique européennes nécessitent un effort d'investissement massif dans des infrastructures bas carbone.

Afin de répondre à cette nécessité, le FRR a matérialisé trois nouvelles sélections de fonds de financement en fonds propres répondant à cette nécessité en 2025, en l'occurrence le 3<sup>e</sup> millésime de la stratégie Quaero European Infrastructures Fund de Quaero Capital, le 5<sup>e</sup> vintage de la stratégie Infragreen de Rgreen Invest ainsi que le fonds Mirova Energy Transition 6 (MET6\*).

Ce fonds en particulier poursuit la stratégie éprouvée de ses cinq générations précédentes en finançant des projets d'énergie renouvelable et des plateformes industrielles contribuant directement à la décarbonation du système énergétique. Le fonds investit majoritairement en Europe (et vise une part de son portefeuille de l'ordre de 35 % en France) dans l'éolien, le solaire, l'hydroélectricité, ainsi que dans des solutions de stockage et des actifs de mobilité bas carbone. Cette approche permet d'accompagner des acteurs industriels essentiels à la transition énergétique tout en répondant aux besoins des investisseurs à long terme recherchant stabilité, visibilité et impact mesurable.

Parmi ses partenaires historiques figure Arkolia, producteur d'énergie indépendant français opérant sur l'ensemble de la chaîne de valeur : développement, construction et exploitation de centrales solaires, éoliennes et de projets de gaz vert. Créé en 2009 pour allier l'intelligence de la technologie à celle des territoires, cet énergéticien intégré exploite aujourd'hui plus de 500 MW d'actifs renouvelables, emploie 274 collaborateurs et vise le développement d'environ 1 GW supplémentaire dont 400 MW déjà sécurisés, notamment en solaire en toiture.

Arkolia réalise 100 % de son activité en France et a son siège à Montpellier. L'activité de l'entreprise est profondément ancrée dans les territoires, notamment auprès du monde agricole à travers la solarisation des hangars agricoles, l'agri-voltaïsme ou le biogaz. Ce positionnement contribue à la production locale d'électricité bas carbone, en cohérence avec les objectifs nationaux de transition énergétique.

La relation entre Mirova et Arkolia s'inscrit dans le temps long et a été initiée en 2019, jusqu'à une nouvelle étape en 2025 lorsque MET6 est entré au capital d'Arkolia pour 105 M€ afin de soutenir son plan de croissance. Cette continuité reflète la volonté de Mirova d'accompagner durablement des acteurs industriels structurants et de mettre à disposition des solutions de financement adaptées à chaque phase de développement.

Sur l'année 2025, les activités d'Arkolia ont généré environ 538 GWh d'électricité renouvelable, soit l'équivalent de la consommation annuelle de près de 125 000 foyers français, contribuant ainsi à renforcer l'approvisionnement en énergie bas carbone sur le territoire. L'entreprise déploie par ailleurs une politique ESG complète et rigoureuse, incluant un système de management environnemental certifié ISO 14001, une gestion renforcée des déchets, ainsi que des engagements en matière d'égalité professionnelle et de gouvernance durable.

\*MIROVA ENERGY TRANSITION 6 est une Société de Libre Partenariat (SLP) de droit français, ouverte à la souscription. Mirova est la société de gestion. Ce fonds n'est pas soumis à l'agrément d'une autorité de tutelle.

# UN ENGAGEMENT CONTINU AUPRÈS DES GÉRANTS ET DES ENTREPRISES

## L'engagement du FRR à travers les votes

Début 2023, 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 :

- l'importance de la mise en place au sein des Conseils d'un **Comité dédié aux enjeux de responsabilité sociale des entreprises (RSE)**;
- le souhait de la mise en place d'un **vote régulier en Assemblée générale sur les ambitions climatiques et sur un reporting climat**;
- 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. 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.

- 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.

Conformément à ses textes fondateurs, les droits de vote du FRR sont exercés dans les seuls intérêts du Fonds par des prestataires externes, et actuellement par les gestionnaires d'actifs sélectionnés.

Les lignes directrices relatives à l'exercice des droits de vote consultables sur le site internet du FRR 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.

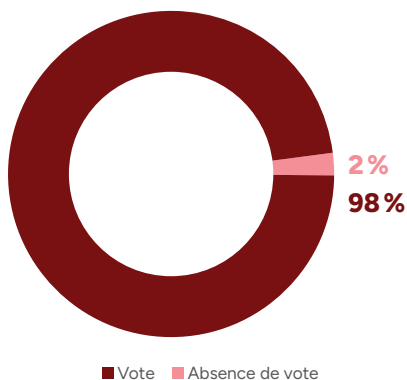
## L'exercice des droits de vote

Le suivi exercé par le FRR, par l'intermédiaire de ses gestionnaires d'actifs, lui a permis de participer en 2025 à 912 assemblées générales et de voter sur plus de 13000 résolutions dans les pays qui composent son portefeuille actions des pays développés. Ses gestionnaires ont participé à 98 % des assemblées générales auxquelles il était possible de voter.

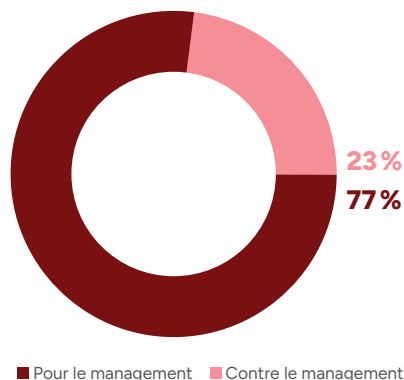
Les gestionnaires du FRR ont voté sur les résolutions proposées par le management lors des assemblées générales à 77 % POUR et à 23 % CONTRE, légèrement plus qu'en 2024 (23 % contre 22 %).

En 2025, les votes « CONTRE » les plus fréquents concernaient le renouvellement des membres des Conseils et la part variable des rémunérations des dirigeants.

### Nombre d'AG auxquelles le FRR a voté en 2025



### Orientation des votes en 2025



## Référentiels de reporting pour les entreprises, les gérants et le FRR

Le paysage réglementaire européen entourant l'investissement responsable (Environnement, Social et Gouvernance) est en constante évolution, avec l'introduction de nouvelles directives et exigences comme la taxonomie environnementale, SFDR ou encore la Directive Omnibus modifiant la CSRD et CSDDD. Celles-ci ont un impact significatif sur les entreprises et les investisseurs. Ces réglementations visent à accroître la transparence, la responsabilisation et la promotion de pratiques commerciales durables.

Grâce à ces nouvelles réglementations européennes, le FRR dispose d'informations plus complètes et plus comparables pour prendre des décisions d'investissement éclairées en tenant compte des facteurs ESG.

Le FRR publie chaque année un Rapport de Durabilité, initialement conformément à la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la Transition énergétique pour la croissance verte (article 173), et maintenant en application de l'article 29 de la loi n°2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat (LEC). 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, à la fois concernant les risques potentiels des critères ESG sur les investissements, et à l'inverse les Principaux Impacts Négatifs des investissements sur les facteurs de durabilité (principal adverse impact – PAI);

- règlement européen Taxonomie des activités durables, entré en vigueur partiellement début 2022 ;
- recommandations de la TCFD.

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.

## Actions d'engagement collectives et individuelles

### Actions d'engagement sur la thématique climat

#### Actions d'engagement collectif

Le FRR est membre signataire de la coalition Climate Action 100+, la plus grande initiative d'engagement d'investisseurs sur le changement climatique, qui compte plus de 600 signataires. Ceux-ci dialoguent avec 168 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.

#### Actions d'engagement menées à l'initiative du FRR

Dans le cadre de la NZAOA, Net Zero Asset Owner Alliance, le FRR a sollicité deux gérants de ses mandats actions Europe gérés en Cohérence avec les Accords de Paris (mandats CAAP), afin qu'ils entament une action d'engagement vis-à-vis d'une sélection d'entreprises en portefeuilles. Les 26 entreprises ciblées ont été sélectionnées en suivant les règles du « Target Setting Protocol 4 » de la NZAOA.

En effet, la NZAOA prévoit une sélection d'au moins 20 entreprises en portefeuille, en mettant l'accent sur les entreprises en portefeuille responsables de la majorité (65 %) des émissions. Le résultat souhaité de ces actions d'engagement est l'alignement sur des trajectoires prévoyant un non-dépassement ou un dépassement limité du seuil de 1,5°C.

Les gérants utilisent la grille Climate Action 100+ Net-Zero Benchmark pour évaluer objectivement les entreprises sur des critères clima-

tiques clés, comme l'objectif de neutralité carbone, la gouvernance ou encore les objectifs de court, moyen et long-terme. Cet outil permet de suivre les progrès dans le temps et de comparer les performances entre sociétés. L'analyse reconduite en 2025 conclut que parmi les 26 entreprises étudiées, 4 déjà suivies par CA 100+ se distinguent par leurs bonnes performances, notamment sur l'objectif de neutralité et le reporting TCFD. Sept autres, hors périmètre CA 100+, montrent des progrès marqués, dont deux avec une amélioration globale de plus de 50 %, portée par des avancées sur les objectifs long terme ou la transparence.

### Actions d'engagement sur les autres thématiques ESG

Dans ses questionnaires d'appel d'offres, le FRR inclut un nombre important de critères en matière d'analyse extra-financière, encourage les sociétés de gestion de portefeuille à participer à l'initiative Net Zero Asset Manager (NZAM), ainsi qu'à des initiatives d'engagement collaboratif sur le climat et autres sujets matériaux de durabilité.

Quelle que soit la classe d'actifs, les mandats de gestion du FRR imposent aux gestionnaires du FRR de prendre en compte sa stratégie d'investissement responsable dans leur gestion. Cela se fait 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 reportings annuels.

## **Participation du FRR au groupe de travail du FIR sur la mesure de l'efficacité de l'engagement en 2025**

En 2025, le FRR a poursuivi conjointement avec l'ERAFP et sous l'égide du FIR, des travaux au sein d'un groupe pilote portant sur la mesure de l'efficacité de l'engagement ESG.

Les investisseurs responsables sont de plus en plus nombreux à chercher à encourager les entreprises afin qu'elles adoptent des pratiques plus durables et qu'elles fassent évoluer leurs modèles économiques. Élaborer une méthode d'évaluation objective de l'efficacité des démarches d'engagement est une étape essentielle pour renforcer leur crédibilité. Cela permettra également d'améliorer les critères de sélection des sociétés de gestion basés sur cette thématique.

Ce projet ambitieux réunit des experts issus d'investisseurs institutionnels, de sociétés de gestion et des académiciens. La publication du rapport est prévue pour courant 2026.

## **Inclusion de critères sur la transition sociale juste et le respect de la biodiversité**

### **Transition sociale juste**

La prise en compte des principes de la transition sociale juste par les entreprises dans leur stratégie de décarbonation est émergente. La Transition Juste peut être définie comme une transition vers une économie bas-carbone qui comprend des mesures (i) visant à assurer les chances futures des travailleurs, de leurs familles et des communautés impactées par cette transition, et (ii) basées principalement sur le dialogue social entre les différentes parties prenantes (travailleurs, communautés vulnérables, entreprises, gouvernements).

Le FRR contribue à sensibiliser les entreprises via les actions d'engagement menées en tant que signataire de la coalition Climate Action 100+ : un des sujets abordés par leur benchmark annuel porte sur la transition sociale juste.

21 investisseurs, représentant plus de 4-300 milliards d'euros d'actifs sous gestion, dont le FRR, sous l'égide du Forum pour l'Investissement Responsable, ont lancé une seconde phase de dialogue avec plusieurs entreprises françaises et européennes sur le sujet de la Transition Juste.

À la suite de la publication d'un premier rapport « les investisseurs et la Transition Juste : une grille de sensibilisation pour l'engagement » en janvier 2025, la présente coalition d'investisseurs a décidé de poursuivre ces échanges avec un certain nombre d'entreprises dans le but d'améliorer la maturité et les pratiques sur cette thématique encore peu ou mal appréhendée.

### **Respect de la biodiversité**

En tant qu'investisseur responsable, une des thématiques prioritaires du FRR est la biodiversité. En effet, la stabilité, la productivité et la résilience de notre modèle économique dépendent directement des « services écosystémiques », c'est-à-dire les bénéfiques essentiels que la nature fournit gratuitement (comme la pollinisation, la purification de l'eau ou la régulation du climat) sans lesquels industries, agriculture et marchés s'effondreraient.

C'est pourquoi le FRR soutient notamment les initiatives d'engagement sur la biodiversité comme Spring et Nature Action 100.

L'initiative Spring émane des Principes for Responsible Investments (PRI). C'est un programme d'engagement collaboratif qui réunit des investisseurs pour dialoguer avec des entreprises clés, notamment pour réduire les risques systémiques liés à la déforestation, la dégradation des terres, la perte de biodiversité et pour aligner leurs stratégies, opérations et engagements sur des objectifs de conservation de la nature.

De structure similaire à Climate Action 100+, Nature Action 100 est une initiative collaborative mondiale qui vise à mobiliser les investisseurs institutionnels pour engager les grandes entreprises à augmenter leurs ambitions et leurs actions en vue d'arrêter et d'inverser la perte de biodiversité d'ici 2030. Cela est réalisé en fixant des attentes claires, et en suivant les progrès via des indicateurs de référence.

# 3

---

AU SERVICE DES  
GRANDS ENJEUX  
PUBLICS DE DEMAIN :  
UN MAILLON ESSENTIEL  
DU FINANCEMENT DE  
L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

---

FONDS  
DE RES  
POUR I  
RETRAI

# LE SOUTIEN DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE ET EUROPÉENNE, AU CŒUR DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT 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 et européennes, source de création de valeur à long terme. 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.

Ainsi, fin 2025, au sein des actifs cotés, plus de la moitié de l'exposition aux actions des pays développés était allouée à la zone euro, contre moins de 9 % dans leur capitalisation totale. Et parmi les actions européennes, environ 27 % étaient investis en petites capitalisations (dont 17 points en France), contre environ 10 % dans la capitalisation européenne.

Concernant les obligations également, en 2025, les investissements du FRR ont davantage été dirigés vers la zone euro. En effet, une part importante du versement annuel de 1,45 Md€ à la Cades a été assurée grâce à la vente de l'ensemble des obligations d'entreprises de qualité émises en dollars, soit environ 900 M€. Ainsi, fin 2025, 62 % des obligations détenues par le FRR sont émises en euros. Enfin, afin de participer à l'union des marchés de capitaux européens soulignée dans les rapports Draghi, Noyer ou Letta, le FRR a lancé des études approfondies sur la titrisation européenne de qualité, qui ont abouti à des investissements début 2026.

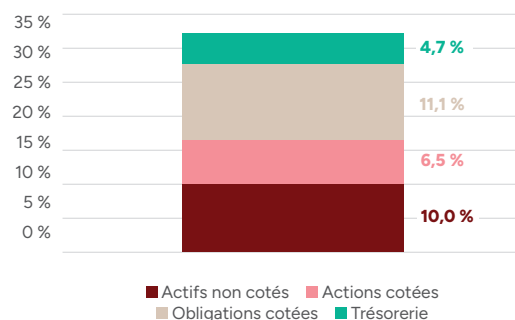
Sur les actifs non cotés, le portefeuille du FRR est quasiment exclusivement investi sur des entreprises européennes, et près de 80 % sur la France. Les deux appels d'offres lancés en 2025 sur le capital investissement (en fonds de fonds) et en dette privée unitranche imposent d'ailleurs

un quota minimum de 80 % en France, et le reste en Europe. En visant des PME et petites ETI, le FRR soutient le développement et la croissance du tissu économique français, notamment dans des secteurs stratégiques essentiels à la souveraineté française : numérique et technologie (notamment via des investissements dans les fonds labellisés « Tibi »), défense, énergie, santé, etc.

Au 31/12/2025, sur l'ensemble des fonds et des mandats, hors produits dérivés et en incluant les produits monétaires, 62 % des investissements du FRR se font en Europe (dont 32 % en France). Concernant la répartition des investissements du FRR en France, 31 % proviennent des investissements en non cotés, 34 % proviennent des obligations cotées, 20 % des actions cotées, 15 % de la gestion de la trésorerie.

Enfin, parmi les 73 sociétés de gestion qui se sont vu confier un ou plusieurs supports d'investissements, 49 sont françaises et 47 % des encours totaux sont confiés à des équipes localisées en France.

## Investissements dans l'économie française en proportion de l'actif total du FRR



# UN SOUTIEN IMPORTANT À L'ÉCONOMIE PAR L'INTERMÉDIAIRE DES ACTIFS COTÉS

## Les fournisseurs d'indices

Le portefeuille actions du FRR comporte fin 2025 6 stratégies de gestion optimisées, sur lesquelles le FRR choisit l'indice de référence à opposer.

Parmi ces stratégies, depuis avril 2021, le FRR a intégré à son panel de stratégies dites « smart beta » (non pondérées par les capitalisations) le modèle développé par la fintech française Equity GPS. Cette société fondée en 2012 propose un système-expert innovant qui évalue quotidiennement la valorisation et la dynamique des perspectives financières de près de 7000 sociétés cotées dans le monde, représentant plus de 90 % de la capitalisation boursière mondiale. Ce processus permet d'identifier les poches d'inefficacités du marché grâce à une méthodologie systématique et objective.

Le modèle repose sur des bases académiques solides, et utilise une méthodologie objective, en intégrant des données historiques de 30 ans. Son processus automatisé collecte, modélise et exploite plus de 300 millions de données financières, restituées sous forme de notations et graphiques accessibles chaque jour.

Pour capitaliser sur l'expertise d'Equity GPS, le FRR a demandé la création d'une solution de type smart beta permettant d'optimiser le score Equity GPS moyen d'un portefeuille d'actions Zone Euro Large & Mid. Cette solution sophistiquée intègre des contraintes de liquidité et de turnover, ainsi que des objectifs de décarbonation et d'écart de suivi avec la référence pondérée par les capitalisations. Pour développer cette stratégie, Equity GPS a engagé un partenariat avec le fournisseur d'indice français Fair Cost Index pour s'acquitter des modalités liées à la

valorisation de l'indice et au suivi opérationnel. Ce fournisseur, agréé par l'ESMA, produit des indices actions mondiaux personnalisables présentant des méthodologies transparentes, sans biais, et à faibles coûts.

Depuis 2021, 205 M€ ont été investis sur cette stratégie développée par Equity GPS et la surperformance par rapport à l'indice de référence pondéré par les capitalisations est estimée à près de 31,2 % à fin 2025 dont 10,2 % sur la seule année 2025.

Depuis avril 2021, le FRR a également ajouté une stratégie de gestion optimisée basée sur la méthodologie « Q Rate » développée initialement par Exane et aujourd'hui opérée par BNP Paribas Indices, à la suite de l'intégration complète des équipes d'Exane au sein du groupe. Cette continuité garantit la conservation de l'expertise historique : les équipes issues d'Exane demeurent responsables de la recherche et de la détermination des pondérations au cœur du processus de sélection. La méthodologie Q-Rate a été lancée en 2010 et n'a pas été modifiée dans ses principes fondamentaux depuis.

Elle repose sur une analyse systématique et objective des entreprises de la zone euro à travers quatre dimensions fondamentales : valorisation, croissance, dynamique des prix et profil de risque. La méthodologie intègre des mesures différenciantes telles que les anticipations des analystes, les révisions de ces anticipations, et une comparaison des ajustements à la hausse et à la baisse.

Les titres sont évalués au moyen d'un ensemble structuré de critères quantitatifs aboutissant à un score composite, puis l'optimisation vise à maximiser ce score moyen tout en intégrant des contraintes de liquidité, de diversification et d'écart de suivi vis-à-vis de la référence pondérée par les capitalisations. Ce cadre méthodologique vise à capter des inefficiences de marché de façon disciplinée, transparente et reproductible.

Historiquement, la stratégie a démontré une capacité à générer régulièrement de l'alpha, notamment sur la zone euro, tout en maintenant un biais anti marché contenu et une bonne participation aux phases de hausse. Elle a également montré une performance robuste dans divers environnements de marché, y compris ceux traditionnellement défavorables aux approches smart beta.

## Les actions cotées de petites capitalisations

Le Fonds de Réserve pour les Retraites consacre une allocation croissante dans le temps au segment des petites et moyennes capitalisations françaises via des mandats dédiés et ce, depuis plus de 15 ans.

À fin 2025, les petites capitalisations françaises, présentes dans plusieurs mandats ou fonds détenus par le FRR (mandats de petites capitalisations françaises et européennes, poche cotée des fonds de place Novi 1&2 principalement) représentent un encours de l'ordre de 800 M€, soit 3,9 % des actifs globaux du FRR. En complément, près de 400 M€ sont également investis sur des petites capitalisations européennes, ce qui porte les encours sur cette catégorie d'actions à près de 1,2 Md€, soit 5.8 % des actifs du FRR.

Compte tenu d'une valorisation faible depuis plusieurs années, en dépit de fondamentaux économiques sains des entreprises en portefeuille le FRR a décidé de renforcer le poids de ces petites capitalisations françaises dans son allocation fin mars et début avril 2025 par le biais d'un redéploiement de 100 M€ au travers de certains de ses mandats dédiés, ce qui a permis de contrecarrer une dynamique récente de flux nets plutôt négatif sur cette classe d'actifs.

Afin de capitaliser sur cette expertise, le FRR a demandé la création d'un indice répliquable passivement calculé par Solactive et rééquilibré mensuellement. Cet indice synthétique reflète fidèlement la méthodologie Q Rate et intègre également un filtre d'exclusion climatique visant les sociétés les plus émettrices.

Depuis 2021, 225 M€ ont été investis sur cette stratégie, et la surperformance par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations s'élève à 24,9 % à fin 2025, dont 2,8 % en 2025. Cette solution contribue ainsi à la diversification factorielle du portefeuille du FRR tout en restant pleinement alignée avec ses objectifs de décarbonation.

Visite du site de R&D et de production d'équipements de Lectra, basé à Cestas, près de Bordeaux

**LECTRA**

We pioneer. You lead.

Afin d'enrichir le suivi de ses mandats délégués à des gestionnaires financiers, le FRR participe à des visites de sites ou d'entreprises, permettant aux équipes d'observer le travail des gérants analystes et leur approche fine des dossiers qu'ils soutiennent.

Dans le cadre de la participation de la société de gestion Amiral Gestion au capital de Lectra, ce gérant a organisé la visite du site de Cestas, près de Bordeaux, d'une délégation de plusieurs de ses clients, et notamment le FRR, en décembre 2025.

Le site de Cestas regroupe la fabrication d'équipements de découpe pour les industries de la mode, de l'automobile et de l'ameublement, mais également un pôle majeur de la R&D du groupe, tout en accueillant clients et prospects dans son espace dédié appelé « Experience Center ».

Le groupe, créé en 1973, a tout d'abord contribué à améliorer et intégrer les processus de fabrication des vêtements avec des machines de lecture des patrons (LECteur) et d'autres capables de tracer les placements des pièces à découper pour optimiser la quantité de matière (TRActeur), d'où l'origine de son appellation LECTRA. Doté d'une forte capacité d'innovation, il est devenu le leader mondial des solutions de découpe textile et cuir pour l'ameublement, le luxe, la maroquinerie et l'automobile (sièges & airbags), grâce à une stratégie de croissance externe, dans une approche orientée « solution complète ».

Puis, en anticipation de la transformation numérique de ses clients, Lectra a opéré une orientation stratégique forte dans les années 2010 vers l'industrie 4.0 et le lancement d'offres logicielles connectées intégrant à la fois la maintenance prédictive, l'optimisation des flux de production et l'interconnexion des systèmes de découpe, le tout avec une facturation sous forme d'abonnements (SaaS).

Lectra compte plus de 25 000 clients dans une centaine de pays et emploie 3 000 collaborateurs dans le monde, dont près d'1/3 en France. Plus de 12 % du chiffre d'affaires est consacré à des investissements de recherche et développement et les données publiées à fin 2024 font ressortir plus de 525 M€ de chiffre d'affaires.

Cette visite d'un **acteur technologique clé français**, pionnier de l'Industrie 4.0, a permis de mettre en valeur une entreprise au cœur des enjeux français et européens que sont la **souveraineté industrielle**, la **relocalisation**, la **durabilité** et la **traçabilité textile**, du sourcing jusqu'au recyclage, la plaçant comme maillon central de la chaîne de valeur digitale et durable du textile.

### Engagement auprès de la société STEF



Outre la recherche d'une performance financière assise sur des processus et des gérants robustes, la qualité extra financière de la gestion des mandats dédiés du FRR et sa contribution à leur alpha est au cœur des objectifs de chaque marché. Dans ce cadre, l'activité d'engagement des sociétés de gestion est essentielle.

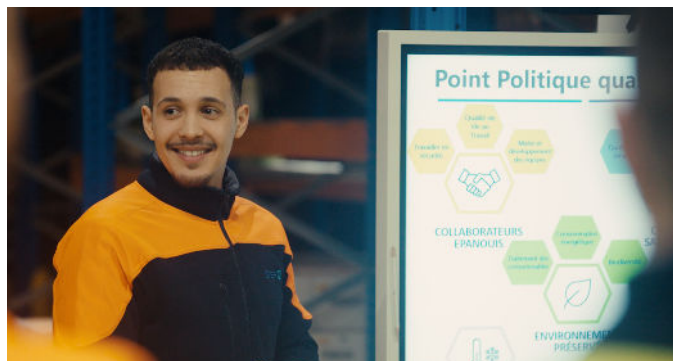
Par exemple, dans le cadre de sa politique d'investissement responsable, une action d'engagement a été menée en 2025 par Indépendance AM auprès de la société STEF, présente au sein du portefeuille du mandat du FRR. STEF est un acteur majeur des services de logistique et de transport sous température contrôlée pour le secteur agro-alimentaire, dans un contexte à forte intensité carbone.

Cette démarche d'engagement s'inscrit dans une approche constructive visant à mieux comprendre et accompagner les pratiques mises en œuvre par l'entreprise face aux enjeux environnementaux et sociaux propres à son secteur. Elle avait pour objectif d'identifier les solutions opérationnelles déjà déployées par STEF et les marges de progrès identifiées, afin d'alimenter une réflexion plus large sur les leviers d'action mobilisables par les acteurs du secteur.



Site de Lectra à Cestas

Les échanges avec le management ont porté plus spécifiquement sur les actions mises en œuvre en matière de responsabilité sociétale, incluant un volet social historiquement structurant pour le groupe (accord handicap en place depuis plus de vingt ans, actionnariat salarié, actions de mécénat), ainsi que sur les actions engagées en matière de lutte contre le changement climatique. Ces dernières couvrent notamment la stratégie de réduction des émissions de gaz à effet de serre, articulée autour de priorités clairement identifiées (réduction de 30 % des émissions de CO<sub>2</sub> à horizon 2030, recours à 100 % d'électricité d'origine renouvelable à horizon 2025, structuration de la sous-traitance transport et formation des collaborateurs), les leviers opérationnels mobilisés (évolution de la flotte de véhicules, amélioration de l'efficacité énergétique des infrastructures, recours aux énergies alternatives, massification des flux), ainsi que les dispositifs de pilotage et de suivi de la trajectoire climatique.



Présentation de mesures ambitieuses sur le plan social et environnemental à STEF

Cet engagement a permis de confirmer, d'après Indépendance AM la cohérence des choix stratégiques de l'entreprise avec les objectifs climatiques affichés, en lien avec les attentes du FRR en matière d'engagement climat auprès des entreprises en portefeuille.

## Investissements dans la titrisation européenne

L'investissement du FRR dans la titrisation européenne vise à accentuer la diversification du portefeuille obligataire et ainsi optimiser le couple rendement/risque tout en contribuant à l'union des marchés de capitaux en Europe. Le Conseil de Surveillance, dont les représentants des ministères de tutelle, a validé en 2025 un investissement exploratoire de 200 M€ par le FRR dans cette classe d'actifs. Celle-ci constitue une opportunité d'allocation alternative aux obligations Investment Grade et High Yield traditionnelles, tout en bénéficiant d'une faible corrélation avec les autres segments obligataires, ce qui renforce la résilience globale du portefeuille.

L'intérêt majeur de la titrisation européenne réside dans la qualité historique de ses sous-jacents : les produits européens — notamment ABS, RMBS et certains CLO — ont montré une très grande résistance, y compris durant la crise de 2008, avec des taux de défaut cumulés très faibles contrairement à leurs équivalents américains (subprimes notamment). Cette robustesse est renforcée par un environnement réglementaire profondément remanié depuis

2017, notamment autour du cadre STS (Simple, Transparent, Standardised) pour les ABS, qui impose une stricte transparence, une homogénéité des actifs et une rétention obligatoire de 5 % du risque par les émetteurs, réduisant ainsi l'aléa moral et alignant les intérêts entre initiateurs et investisseurs.

Le marché européen, bien que trois fois plus petit que le marché américain, présente une profondeur suffisante pour permettre au FRR de construire une exposition significative. Le FRR a donc choisi de se concentrer presque exclusivement sur la titrisation européenne, en excluant autant que possible les expositions américaines, moins compatibles avec le cadre de risque et les exigences prudentielles du FRR (notamment en ce qui concerne les CLO US plus risqués et dépourvus depuis 2018 de l'obligation de « risk retention » appliquée en Europe). La France constitue le premier marché continental avec 14 % des émissions.

La titrisation constitue pour le FRR un vecteur stratégique de participation au financement de l'économie réelle, car elle permet de canaliser l'épargne institutionnelle vers les besoins de financement des ménages et des entreprises. D'abord, le mécanisme même de la titrisation transforme des actifs illiquides tels que prêts immobiliers résidentiels (RMBS), prêts automobiles (Auto Loan), crédits à la consommation ou créances commerciales en titres négociables, procurant de la liquidité aux banques et aux établissements de crédit qui portent ces créances. Ainsi, en cédant ces actifs à un véhicule de titrisation, ces acteurs libèrent de la capacité de bilan et peuvent ainsi octroyer de nouveaux prêts à l'économie réelle, notamment aux ménages, aux PME et aux entreprises des secteurs productifs.

Le FRR participe ainsi à la fluidité du crédit, en élargissant les circuits de financement au-delà du seul système bancaire. En Europe, les ABS, RMBS, prêts automobiles, prêts PME, créances commerciales ou encore financements d'aéronefs représentent des pans entiers du financement de l'activité économique. En investissant dans ces instruments, le FRR contribue donc à soutenir ces marchés, et de ce fait à accroître la capacité de financement de l'économie réelle.

Enfin, le financement de l'économie réelle par la titrisation prend également une dimension stratégique au niveau européen. En effet, la titrisation bénéficie du soutien des autorités

françaises et européennes, car elle contribue à l'Union des Marchés de Capitaux, dont l'un des objectifs est de mieux orienter l'épargne vers les besoins de financement productifs. Ces cadres permettent en outre d'orienter l'investissement institutionnel vers des projets conformes à la taxonomie européenne (rénovation énergétique, transition climatique, économie circulaire), renforçant ainsi le rôle de la titrisation comme levier de financement de la transition environnementale.

Dans une première phase, compte tenu du temps nécessaire pour lancer des mandats dédiés, l'exposition du FRR à la titrisation passera par des fonds ouverts UCITS pour un montant initial de 200 M€, permettant un déploiement rapide et une montée en compétence progressive sur la classe d'actifs. L'univers d'investissement identifié est relativement restreint mais robuste, avec une préférence pour les fonds Investment Grade (notés AA/A) investis majoritairement en ABS et RMBS européens. Selon l'expérience du FRR sur cette classe d'actifs, un éventuel appel d'offres pourrait suivre dans les prochaines années.

Ainsi, la titrisation européenne représente pour le FRR une opportunité d'allocation structurée, disciplinée et adaptée à ses objectifs de long terme, tirant parti d'un marché en croissance, d'un cadre réglementaire solide et d'un profil risque-rendement attractif par rapport aux marchés obligataires traditionnels.

# UN SOUTIEN IMPORTANT À L'ÉCONOMIE PAR L'INTERMÉDIAIRE DES ACTIFS NON-COTÉS

## 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).

En 2025, deux nouveaux fonds de financement en capital investissement labellisés « Tibi » ont été sélectionnés :

- Le fonds FST (fonds stratégique des transitions) géré par Isalt, qui cible l'investissement à long terme dans le capital d'entreprises très majoritairement françaises, à fort potentiel de création de valeur et de compétitivité, ayant des atouts majeurs pour devenir des leaders de demain et dont les orientations stratégiques intègrent les enjeux de transitions.
- Le fonds Jeito II qui s'inscrit dans la continuité de Jeito I, à savoir identifier et soutenir les sociétés biopharmaceutiques européennes prometteuses afin d'accélérer le développement de thérapies innovantes pour les patients sans alternatives thérapeutiques.

Ainsi, au total à fin 2025, plus de 1,5 Md€ d'engagements (pour une valorisation fin 2025 des montants investis et non distribués de 1,2 Md€) 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. En effet, l'ensemble des segments ont vu leurs effectifs augmenter depuis l'investissement réalisé de 13 % en croissance annuelle moyenne. Les taux

de croissance les plus importants concernent les fonds intervenant aux stades plus précoces, comme le montre le graphique en page suivante.

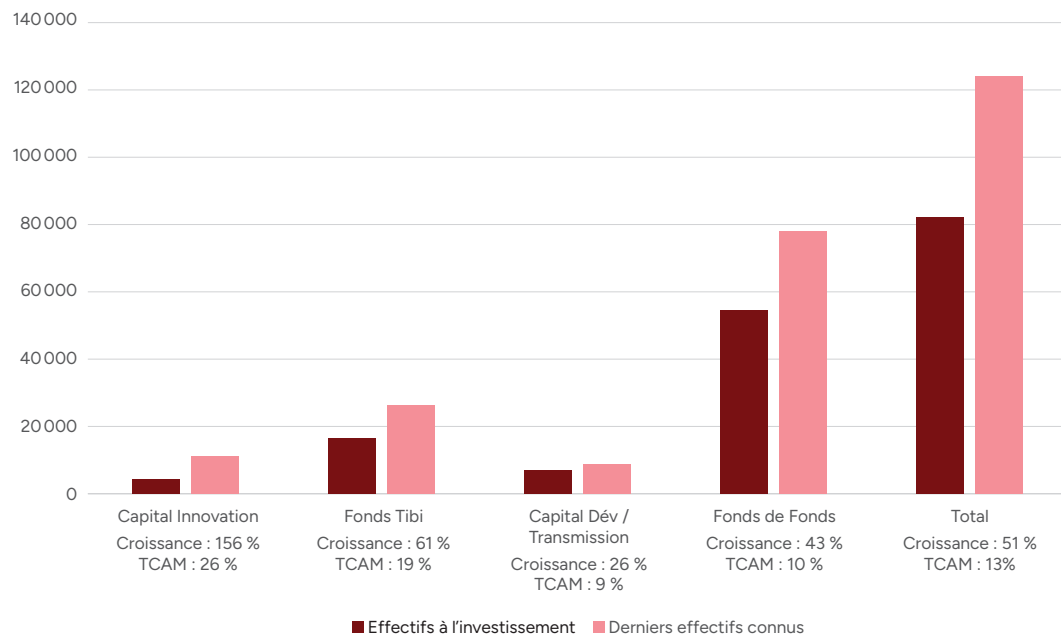
Cet accompagnement en capital permet de renforcer les entreprises sur leurs marchés, de soutenir leur développement notamment à l'international et de créer des emplois.

L'accompagnement au capital de sociétés non cotées dans toutes les régions françaises participe ainsi à la création d'emplois mais aussi favorise l'émergence de champions nationaux.

Les fonds et mandats de capital-innovation sélectionnés par le FRR financent des entreprises françaises développant des innovations de rupture dont certaines ont des impacts sociaux majeurs auprès de patients en impasse thérapeutiques à l'instar d'Abivax financée par Sofinnova, ou participent à la souveraineté nationale à l'instar d'Unseenlabs financée par Omnes et Isalt ou encore Elistair financée par Omnes.

**Abivax est une entreprise de biotechnologie française** au stade clinique axée sur le développement de traitements thérapeutiques qui exploitent les mécanismes naturels de régulation de l'organisme afin de stabiliser la réponse immunitaire chez les patients atteints de maladies inflammatoires chroniques. En juillet 2025, Abivax a annoncé des résultats positifs pour une étude de phase 3 sur la rectocolite hémorragique, une maladie dévastatrice présentant un besoin médical non satisfait majeur.

## Évolution des effectifs depuis l'entrée au capital (données brutes)



**Unseenlabs est un acteur français spécialisé dans la surveillance maritime depuis l'espace**, via la détection et la géolocalisation de signaux radiofréquences (RF) émis par les navires. La technologie fournit une couche de renseignement complémentaire à l'AIS (Automatic Iden-

tification System) : elle permet d'identifier, caractériser et suivre des navires y compris non coopératifs (AIS coupé), avec une livraison de données quasi-temps réel pour des usages opérationnels.

Les applications principales couvrent la Maritime Domain Awareness (MDA) et l'ISR (Intelligence, Surveillance, Reconnaissance) maritime : lutte contre la pêche illégale, trafics, piraterie, pollution/dégazages, protection d'infrastructures offshore, et appui aux assureurs/armateurs et à l'intelligence économique.

Unseenlabs opère sa propre constellation de nanosatellites (famille BRO). Le premier satellite a été lancé en 2019 et la flotte sera de plus de 20 satellites en 2026.

L'entreprise emploie plus de 125 personnes, principalement basées à Rennes, avec un plan de recrutements significatif en 2026.



Nanosatellite Unseenlabs

**Elistair est un leader mondial dans la conception et la fabrication de systèmes de drones filaires** reliés au sol par un câble assurant une alimentation continue et un transfert sécurisé de données (vols à 100 m prolongés sans interruption pour des missions de surveillance).

Ces technologies aident les forces de sécurité publique et de défense à prendre des décisions rapides et informées dans des situations critiques, en fournissant une intelligence aérienne en temps réel. Les applications principales incluent les communications tactiques, des opérations de surveillance et de reconnaissance (ISR) et la surveillance des frontières.

Elistair emploie 55 salariés en France avec un site de production à Dardilly et une chaîne d'approvisionnement majoritairement européenne. Un nouveau site de production a été ouvert à Dardilly en 2024 pour doubler la capacité de production. Les effectifs ont augmenté de 35 à 55 entre 2021 et 2025, et plus de 50- % de recrutements supplémentaires sont prévus sur les 3 prochaines années.



Drone filaire d'Elistair

## La dette privée

Au 31 décembre 2024, l'exposition du FRR à la dette privée (fonds de dette Senior et dette mezzanine) atteint **672 M€, majoritairement sur le marché français (84 % environ) pour un engagement initial de 1,9 Md€**, un niveau désormais en reflux du fait de la liquidation progressive des premiers fonds souscrits il y a une dizaine d'années. Cette décline mécanique reflète l'arrivée en fin de vie de nombreux véhicules notamment plusieurs fonds seniors et mandats historiques (ainsi en 2025, 4 fonds ont été liquidés) et s'accompagne d'un rééquilibrage naturel du portefeuille vers les millésimes les plus récents, majoritairement mezzanines (2 investissements réalisés dans des fonds mezzanines en 2025).

Le portefeuille reste sécurisé, car il est majoritairement composé de **dettes senior** (62 %), il comporte des sûretés importantes (83 % des opérations) et la proportion de créances « covenant light » reste modérée (environ 11 %). Malgré le contexte de hausse des défaillances d'entreprises en France en 2023-2024 — un phénomène désormais revenu à des niveaux supérieurs à ceux d'avant-Covid et proches de

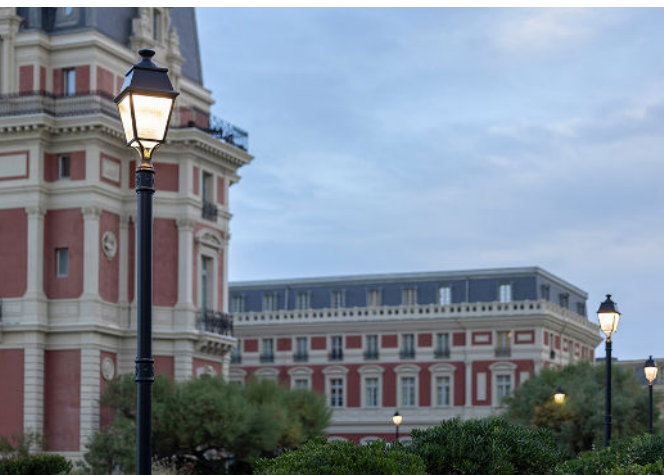
la période post-crise de 2008, le portefeuille de dette privée du FRR n'a pas été impacté, aucune accélération des défauts n'ayant été constatée parmi les émetteurs financés, et la très grande majorité des lignes demeurant en situation de service normal de la dette.

La part de dette mezzanine dans le portefeuille de dette privée a sensiblement augmenté ces dernières années. La dette mezzanine constitue un instrument essentiel pour le financement des entreprises, car elle complète la structure de capital entre la dette senior et les fonds propres. Son marché est plus étroit que celui de la dette unitranche, mais il est particulièrement développé en France. La mezzanine se décline en deux approches : sponsored, lorsque l'opération s'appuie sur un sponsor equity apportant généralement autour de 50 % de fonds propres, et sponsorless, (sans sponsor equity). Dans ce dernier cas, le niveau d'equity est en moyenne plus faible, autour de 30 %, ce qui permet d'optimiser la structure financière tout en limitant la dilution capitalistique, un enjeu clé pour le FRR dans le cadre du renforcement de la souveraineté

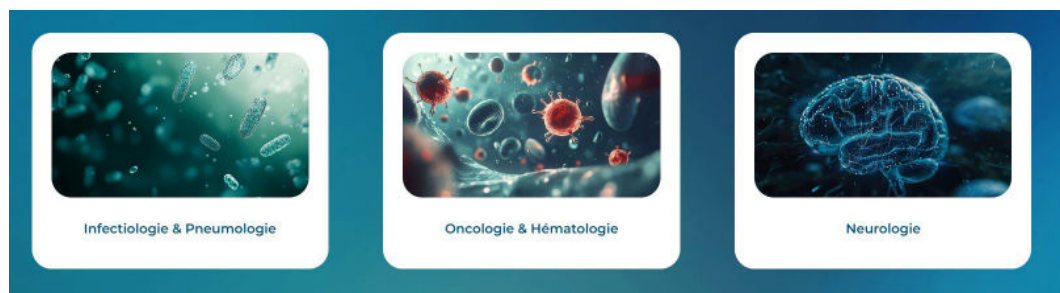
française. En effet, les PME et ETI françaises, souvent de taille inférieure à leurs homologues allemandes, accèdent plus difficilement au marché des obligations à haut rendement. La mezzanine leur offre ainsi un financement flexible, adapté aux opérations de croissance, de transmission ou de refinancement, notamment lorsque les capacités d'endettement bancaire sont déjà utilisées. Ainsi, la dette mezzanine est un outil central de l'ingénierie financière des entreprises françaises. Sa flexibilité, la préservation

de la gouvernance des entreprises, son adaptation aux opérations complexes et son attractivité en termes de rendement / risque en font une classe d'actifs particulièrement pertinente pour le FRR.

Enfin, pour accompagner l'investissement progressif du FRR dans des fonds mezzanines, un appel d'offres dédié à la dette privée unitranche a été lancé en 2025. Il vise à renforcer le rôle du FRR dans le financement direct des PME et ETI françaises en s'appuyant sur une stratégie de direct lending centrée sur des financements seniors non syndiqués. Ce type de dette présente des atouts spécifiques : un seul prêteur, un accès direct à la gouvernance, une capacité de restructuration rapide et une maîtrise accrue du risque grâce à une proximité opérationnelle avec les dirigeants et les sponsors. L'appel d'offres privilégie ainsi les entreprises françaises dont l'activité est ancrée dans l'économie réelle, notamment dans le segment des petites et moyennes capitalisations. Par ailleurs, la stratégie entend favoriser des opérations intégrant des critères ESG et la création d'emplois en France avec notamment l'obligation d'inclure des mécanismes de type ESG margin ratchets.



À travers le fonds Mezzanine Sponsorless Indigo Capital 2, le FRR investit dans le groupe Rivalen dont la marque commerciale principale est Roger Pradier, une entreprise française « née au début du XX<sup>e</sup> siècle, dans la lumière discrète des ateliers artisanaux ». Depuis 1910, elle façonne des luminaires d'extérieur. Fabriqués en France, « ses luminaires en aluminium, aux lignes classiques ou contemporaines, incarnent une certaine idée de l'élégance française : sobre, solide et intemporelle ».



À travers le fonds CIC Mezzanine & Unitranche Financing 5, le FRR investit dans le laboratoire Delbert Pharma, un acteur français spécialisé dans la reprise et l'exploitation de médicaments essentiels et non substituables. Ces médicaments, souvent délaissés par les grands laboratoires car jugés non stratégiques, présentent pourtant un caractère indispensable pour les patients et pour la continuité des soins. Delbert Pharma s'est ainsi imposé comme un partenaire privilégié des Autorités de Santé dans la lutte contre les ruptures d'approvisionnement de médicaments essentiels.

## Participation aux fonds de place NOV

En 2020, à la suite de la première crise de la Covid, le FRR a participé à une initiative de place avec pour objectif de soutenir l'économie française à travers 2 axes : la souveraineté dans le domaine de la santé avec le fond de capital investissement Nov Santé, et le soutien au secteur du tourisme français avec le fonds Nov Tourisme. L'objet économique de ces fonds était d'accompagner la croissance et le développement des entreprises de ces secteurs à travers des investissements en capital et/ou en quasi-fonds propres minoritaires.

L'initiative Tourisme s'inscrivait dans un objectif de soutien d'un secteur alors sinistré, mais qui a retrouvé une bonne dynamique de croissance après la pandémie, portée par une demande internationale soutenue et un leadership en matière de fréquentation renforcé par le succès des Jeux Olympiques de Paris.

Le rationnel de l'initiative Santé était de contribuer au renforcement de la souveraineté sanitaire en finançant notamment les équipements, les opérateurs de soin, la biotechnologie. L'absence de souveraineté sanitaire avait été mise en lumière au début de la crise sanitaire. En conséquence, le projet Santé donne la priorité aux acteurs français pour la cession des investissements, afin de limiter le risque de vente à un partenaire étranger.

Il faut noter, à ce stade, que le fonds Nov Tourisme est désormais en période d'amortissement alors que le fonds Nov Santé a étendu de quelques mois supplémentaires sa période d'investissement.

Parmi les investissements réalisés par Eurazeo sur le fonds NOV Santé actions non cotées en 2025, se trouve la société Proteor.

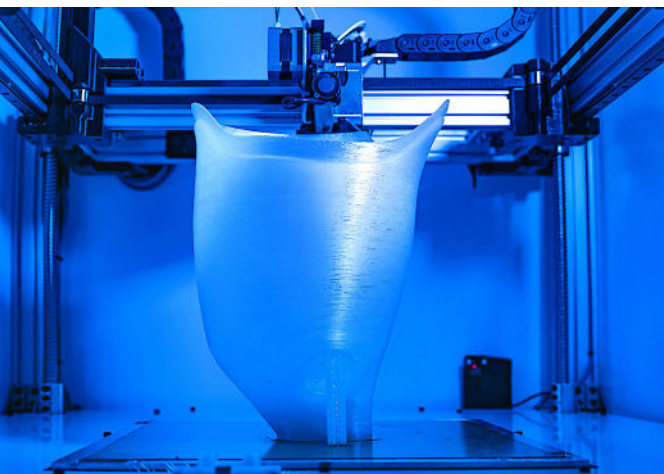
Entreprise familiale française de référence dans le domaine de l'orthopédie, Proteor est dirigée par la famille Pierron depuis quatre générations. Le groupe réalise un chiffre d'affaires d'environ 170 millions d'euros et rassemble près de 1200 collaborateurs engagés au service des patients amputés et/ou souffrant d'un déficit d'un membre.



Orthèse conçue par Proteor

Le groupe s'appuie sur un modèle intégré structuré autour de trois activités complémentaires :

- un réseau d'une centaine de centres d'orthoprothèse (dont 80 en France) dédiés à la fabrication sur mesure de prothèses et orthèses et l'accompagnement des patients ;
- la conception et la fabrication de composants orthopédiques, notamment des prothèses de membres inférieurs distribués aux professionnels de santé ;
- le développement de solutions digitales destinées à accompagner les orthoprothésistes dans leur pratique.



Imprimante 3D de fabrication de prothèses par Proteor

Proteor dispose de quatre sites de production en France, en Allemagne et aux États-Unis, et s'appuie sur huit filiales internationales qui contribuent à la diffusion de ses innovations auprès des professionnels de l'orthopédie dans le monde.

Fort d'une culture d'innovation reconnue, le groupe développe des solutions technologiques avancées visant à reproduire au plus près la biomécanique de la marche humaine grâce à des composants plus légers, plus résistants et capables de reproduire des mouvements articulés sophistiqués.

Proteor développe ainsi des systèmes intégrés combinant jambe, genou, cheville et pied, ainsi que des outils digitaux destinés à améliorer l'ajustement et le suivi des prothèses, qui contribuent à améliorer la mobilité, le confort et l'autonomie de milliers de patients à travers le monde.

# 4

---

## ÉLÉMENTS FINANCIERS

---

FONDS  
DE RESERVE  
POUR LA  
RETRAITE

# COÛTS DU FRR

Les charges de l'exercice 2025 sont de 78,31 M€ contre 84,07 M€ en 2024. Une convention quadriennale a été signée en 2025 avec la Caisse des dépôts concernant la gestion administrative présentant une trajectoire budgétaire des charges en baisse (baisse de 6 % en 2028).

Parmi les coûts du FRR, les dépenses telles que les frais de personnel, les coûts immobiliers, l'informatique et les frais généraux constituent l'enveloppe limitative des charges d'exploitation du FRR. Celle-ci s'est élevée à 18,53 M€, en hausse de 4 % par rapport à 2024, et représente 24 % des charges contre 21 % l'exercice précédent. Ces coûts sont décorrélés de l'encours sous gestion et représentent environ 9,0 points de base de l'actif net. L'essentiel de la hausse provient des coûts informatiques, en lien avec la refonte en cours de l'infocentre de gestion du portefeuille.

Le montant de l'enveloppe évaluative du FRR est de 59,77 M€, en baisse de 10 % par rapport à 2024.

Celle-ci est essentiellement constituée de commissions de gestion, proportionnelles et in fine, à hauteur de 67 % des coûts d'exploitation de l'exercice. Au 31 décembre, le total des frais in fine dus au titre des mandats de gestion non encore échus est évalué à 15,90 M€. Conformément aux recommandations des commissaires aux comptes du Fonds, ce montant est désormais comptabilisé en dotation aux provisions pour charges. Cette estimation est en baisse d'environ 19 % par rapport à 2024, compte tenu des commissions effectivement versées au cours de l'exercice, soit 7,73 M€ au titre de l'arrivée à échéance des mandats Actions japonaises.

Les coûts de back-office et de conservation demeurent stables (7,29 M€ après 7,13 M€ en 2024).

# PRINCIPAUX ÉLÉMENTS COMPTABLES

## Synthèse financière et comptable

Le résultat de l'exercice 2025 s'élève à 1 003 M€, en baisse par rapport au résultat bénéficiaire de 1 192 M€ enregistré en 2024.

Les actifs financiers, incluant les valeurs mobilières et les disponibilités, atteignent 20,7 Md€, montrant une stabilité par rapport à 2024 où ils s'élevaient à 20,4 Md€.

Les écarts d'estimation inscrits au bilan reflètent la différence entre la valeur d'acquisition des actifs et leur valeur de marché au 31 décembre. Ces écarts positifs, qui s'élèvent à 2 427 M€ au 31 décembre 2025, ont progressé de 764 M€ par rapport à 2024 (1 664 M€) notamment grâce aux plus-values latentes en raison de la hausse sensible des actions en 2025.

Le résultat financier pour 2025 est positif, atteignant 1 069 M€, en légère baisse par rapport au résultat financier de 1 262 M€ en 2024.

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.

En 2025, les revenus du FRR, issus principalement des coupons et dividendes, s'élèvent à 500,1 M€, en léger repli par rapport à 2024 (545,4 M€), mais en hausse structurelle depuis 2019 grâce à la remontée des taux et à une allocation plus orientée vers les actions.

La couverture de change du FRR, qui protège 90 % des actifs de performance et 100 % des actifs de couverture en devises, a généré un gain de +163,1 M€ (contre une perte de -46,1 M€ en 2024), reflétant principalement l'affaiblissement du dollar face à l'euro.

Les instruments financiers à terme sont utilisés pour ajuster l'exposition du FRR aux marchés et gérer sa trésorerie. Ils génèrent, en 2025, un gain net de 291,4 M€ (vs +191,3 M€ en 2024), porté par la performance des actions, tout en assurant la liquidité pour les paiements Cades ou les investissements non cotés.

Le solde de cession de valeurs mobilières est positif de 134,9 M€ en retrait de 505 M€ par rapport à 2024 (640,2 M€) qui était une année exceptionnelle. Une baisse expliquée par un marché moins dynamique, moins de rotations de portefeuille et des flux réduits vers la Cades, tout en reflétant l'impact des devises et des performances passées des actifs.

Enfin, le résultat lié à la couverture optionnelle reste négatif, s'établissant à -43,3 M€, contre -98,7 M€ en 2024.

## Bilan au 31/12/2025

### ACTIF

	2025		2024	
	BRUT	AMORTISSEMENT	NET	NET
<b>ACTIF IMMOBILISÉ</b>				
<b>Immobilisations incorporelles</b>				
Autres immobilisations incorporelles	7 987 576,44	-6 729 916,57	1 257 659,87	1 255 312,07
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Installations techniques, matériel et outillage	12 712,31	-12 712,31	-	-
<b>Total I</b>	<b>8 000 288,75</b>	<b>-6 742 628,88</b>	<b>1 257 659,87</b>	<b>1 255 312,07</b>
<b>ACTIF CIRCULANT</b>				
<b>Créances d'exploitation</b>	471 532,50		471 532,50	318 136,88
<b>Créances diverses</b>				
Instruments financiers	15 021 870,24		15 021 870,24	16 395 277,71
Opérations de change	3 940 197 612,27		3 940 197 612,27	5 153 835 364,59
Instruments financiers à terme	266 516 138,59		266 516 138,59	201 277 212,62
<b>Instruments financiers</b>				
Actions et valeurs assimilées	5 077 787 595,86		5 077 787 595,86	4 331 189 561,78
Obligations et valeurs assimilées	6 882 193 502,67		6 882 193 502,67	7 842 164 969,62
Titres de créances négociables	931 519 401,52		931 519 401,52	852 005 713,85
Organismes de placements collectifs	7 023 674 951,82		7 023 674 951,82	6 891 692 388,08
<b>Disponibilités</b>	558 828 029,74		558 828 029,74	514 466 176,02
<b>Charges constatées d'avance</b>	-		-	-
<b>Total II</b>	<b>24 696 210 635,21</b>	<b>-</b>	<b>24 696 210 635,21</b>	<b>25 803 344 801,15</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II)</b>	<b>24 704 210 923,96</b>	<b>-6 742 628,88</b>	<b>24 697 468 295,08</b>	<b>25 804 600 113,22</b>

**PASSIF**

	2025	2024
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Dotations	1 742 655 311,70	1 742 655 311,70
Réserves	3 923 155 677,32	2 731 742 432,27
Écart d'estimation	2 427 038 070,68	1 664 230 068,15
Résultat de l'exercice	1 003 071 283,23	1 191 501 285,76
<b>Total I</b>	<b>9 095 920 342,93</b>	<b>7 330 129 097,88</b>
<b>PROVISIONS</b>		
Provision pour charges	15 896 100,64	0
<b>Total II</b>	<b>15 896 100,64</b>	<b>-</b>
<b>DETTES</b>		
<b>Dettes financières</b>		
Dette Cades - 1 an	1 450 000 000,00	1 450 000 000,00
Dette Cades + 1 an	10 150 000 000,00	11 600 000 000,00
<b>Dettes d'exploitation</b>	<b>16 716 470,80</b>	<b>35 995 728,40</b>
<b>Dettes diverses</b>		
Instruments financiers	2 566 794,68	27 209 884,91
Opérations de change	3 940 086 132,84	5 349 808 762,92
Instruments financiers à terme	26 282 453,19	11 456 639,11
<b>Produits constatés d'avance</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total III</b>	<b>15 585 651 851,51</b>	<b>18 474 471 015,34</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (I + II+ III)</b>	<b>24 697 468 295,08</b>	<b>25 804 600 113,22</b>

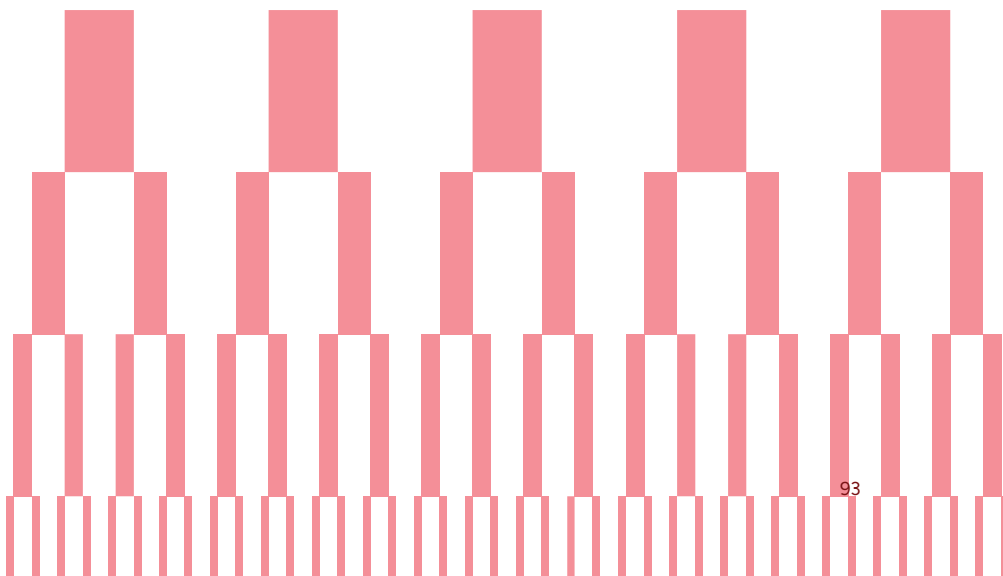
## Compte de résultat au 31/12/2025

### CHARGES

	2025	2024	
<b>CHARGES D'EXPLOITATION</b>			
Services extérieurs	61 005 314,90	82 575 205,19	
Rémunération sociétés de gestion	35 442 592,13		
Gestion administrative CDC	23 379 148,68		
Autres	2 183 574,09		
<b>Impôts et taxes et versements assimilés</b>	<b>81 055,50</b>	<b>81 758,36</b>	
Taxe sur les salaires	81 055,50		
<b>Charges de personnel</b>	<b>977 143,27</b>	<b>1 083 959,32</b>	
Salaires et traitements	712 264,23		
Charges sociales	264 879,04		
<b>Dotations aux amortissements</b>	<b>16 244 152,84</b>	<b>324 992,20</b>	
Dotations aux amortissements	16 244 152,84		
<b>Total I</b>	<b>78 307 666,51</b>	<b>78 307 666,51</b>	<b>84 065 915,07</b>
<b>CHARGES FINANCIÈRES</b>			
<b>Charges financières</b>	<b>1 257 585 797,58</b>	<b>1 048 251 562,30</b>	
Pertes de change	336 914 870,89		
Charges sur instruments financiers à terme	228 046 303,01		
Charges sur cession d'instruments financiers	559 510 007,91		
Charges sur options	132 916 055,01		
Autres charges financières	198 560,76		
<b>Total II</b>	<b>1 257 585 797,58</b>	<b>1 257 585 797,58</b>	<b>1 048 251 562,30</b>
<b>CHARGES EXCEPTIONNELLES</b>			
<b>Charges exceptionnelles</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	
Sur opérations de gestion	0,00		
<b>Total III</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL CHARGES</b>	<b>1 335 893 464,09</b>	<b>1 335 893 464,09</b>	<b>1 132 317 477,37</b>
Résultat de l'exercice	1 003 071 283,23	1 191 501 285,76	
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>2 338 964 747,32</b>	<b>2 323 818 763,13</b>	

**PRODUITS**

	2025		2024
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>			
Services extérieurs		12 397 632,40	13 390 377,32
Autres	12 397 632,40		
<b>Total I</b>	<b>12 397 632,40</b>	<b>12 397 632,40</b>	<b>13 390 377,32</b>
<b>PRODUITS FINANCIERS</b>			
Produits financiers		2 326 567 114,92	2 310 205 321,33
Revenus	500 054 154,41		
Gains de change	500 030 620,08		
Produits sur instruments financiers à terme	519 487 384,06		
Produits sur cession d'instruments financiers	694 359 462,93		
Produits sur options	89 579 107,87		
Autres produits financiers	23 056 385,57		
<b>Total II</b>	<b>2 326 567 114,92</b>	<b>2 326 567 114,92</b>	<b>2 310 205 321,33</b>
<b>PRODUITS EXCEPTIONNELS</b>			
Produits exceptionnels		0,00	223 064,48
Sur opérations de gestion	0,00		
<b>Total III</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>223 064,48</b>
<b>TOTAL PRODUITS</b>	<b>2 338 964 747,32</b>	<b>2 338 964 747,32</b>	<b>2 323 818 763,13</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>2 338 964 747,32</b>	<b>2 338 964 747,32</b>	<b>2 323 818 763,13</b>



# ANNEXE AUX COMPTES ARRÊTÉS AU 31/12/2025

## Règles et méthodes comptables utilisées

Les comptes du FRR sont établis et présentés conformément aux règles, méthodes et principes définis par :

- le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS) complété depuis le 13 janvier 2022 par le Recueil des normes comptables des organismes de sécurité sociales (RCNCOSS) publié par avis n° 2022-01 du CNOCP (cf. arrêté ministériel du 1<sup>er</sup> août 2022 publié au journal officiel du 28 août 2022);
- les spécifications du FRR figurant dans l'avis n° 2003-07 du 24 juin 2003 du CNC modifié par l'avis n° 2008-10 du 5 juin 2008 relatif à la comptabilisation des instruments financiers.

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 les 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'émet-

teur, 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 afférents sont valorisés sur la base du cours de compensation.

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

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

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

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

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

Les immobilisations corporelles sont amorties linéairement sur une durée de 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 assimilées, titres de créances négociables, organismes de placements collectifs, dont les fonds de capital investissement et les OPC d'actifs non cotés. Elles figurent au bilan pour leur valeur de marché tenant compte des coupons courus sur les obligations, les titres de créances négociables et les OPC d'actifs non cotés.

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

Les « Capitaux propres » regroupent :

- les « Dotations » correspondant au solde des abondements reçus par le Fonds de réserve pour les retraites depuis sa création en 1999, minorées des sommes affectées à la Cades ;

- les « Réserves » représentant le cumul des résultats dégagés par le Fonds depuis sa création, diminués des sommes affectées à la dette Cades;
- les « Écarts d'estimation » représentant les plus et moins-values latentes constatées sur l'ensemble des actifs à la date de l'arrêté;
- le résultat de l'exercice.

## Faits 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 milliard d'euros au titre du financement de l'amortissement de la dette sociale.

La dette complémentaire de 11600000000,00 € est enregistrée au bilan du FRR en « dette à plus d'un an » par apurement des postes « réserves » et « dotations » des capitaux propres.

L'année 2025 a vu quelques ajustements au sein de l'agence comptable. Une absence imprévue a temporairement réduit l'effectif, mais la situation a été rapidement maîtrisée grâce à l'intervention d'une collaboratrice en intérim dès la fin avril 2025. Cette période de transition a été prolongée par un contrat à durée déterminée (CDD) jusqu'à la fin janvier 2026, avant que cette collaboratrice ne soit définitivement intégrée en contrat à durée indéterminée (CDI) à partir de février 2026. Ces remplacements efficaces garantissent la stabilité continue de l'agence comptable, alignée avec son historique d'effectif stable.

En 2025, une nouvelle méthode de comptabilisation des commissions de surperformance a été mise en place pour remédier aux limites structurelles de l'ancienne méthode par charges à payer. Cette dernière, utilisant le compte 46862, estimait les risques liés à la performance future des mandats sans lien direct avec les paiements effectifs, générant des écarts et des écritures manuelles correctives.

Pour régulariser la situation, une écriture exceptionnelle a été passée pour neutraliser le solde résiduel du compte 46862, sans impacter les comptes fournisseurs. À partir de 2025, les commissions de surperformance seront exclusivement provisionnées, maintenues au bilan et ajustées annuellement, supprimant ainsi les mécanismes d'extourne et d'écritures manuelles. Cette transition vise à sécuriser la comptabilisation et à améliorer la lisibilité du compte de résultat.

## Compléments d'informations relatifs à l'actif

### Immobilisations

	VALEUR BRUTE AU DÉBUT DE L'EXERCICE	AUGMENTATION	DIMINUTION	VALEURS BRUTES À LA FIN DE L'EXERCICE
Immobilisations incorporelles	7 636 176,44	550 000,00	-199 600,00	7 986 576,44
Prise de participation	1 000,00	0	0	1 000,00
<b>I Total</b>	<b>7 637 176,44</b>	<b>550 000,00</b>	<b>-199 600,00</b>	<b>7 987 576,44</b>
Immobilisations corporelles	12 712,31	0	0	12 712,31
<b>II Total</b>	<b>12 712,31</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>12 712,31</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>7 649 888,75</b>	<b>550 000,00</b>	<b>-199 600,00</b>	<b>8 000 288,75</b>

### Amortissements

	CUMULÉS AU DÉBUT DE L'EXERCICE	DOTATION	DIMINUTION	CUMULÉS À LA FIN DE L'EXERCICE	VALEUR NETTE COMPTABLE
Immobilisations incorporelles	-6 381 864,37	-348 052,20	0	-6 729 916,57	1 256 659,87
Prise de participation	0	0	0	0,00	1 000,00
<b>I Total</b>	<b>-6 381 864,37</b>	<b>-348 052,20</b>	<b>0,00</b>	<b>-6 729 916,57</b>	<b>1 257 659,87</b>
Immobilisations corporelles	-12 712,31	0	0	-12 712,31	0
<b>II Total</b>	<b>-12 712,31</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-12 712,31</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>-6 394 576,68</b>	<b>-348 052,20</b>	<b>0,00</b>	<b>-6 742 628,88</b>	<b>1 257 659,87</b>

## Créances liées à la gestion financière

### CRÉANCES

31/12/2025

<b>Liées aux instruments financiers</b>	
Coupons échus à l'encaissement	4 123 993,28
Ventes en attente de règlement	10 141 793,74
Commissions / ristournes à recevoir	756 083,22
<b>Total</b>	<b>15 021 870,24</b>
<b>Liées aux opérations de change</b>	
Achats à terme	404 635 725,15
Devises à recevoir à terme	3 524 931 132,90
Devises à recevoir au comptant	154 941,31
Déport	10 475 812,91
<b>Total</b>	<b>3 940 197 612,27</b>
<b>Liées aux instruments financiers à terme</b>	
Dépôts de garantie	255 359 643,49
Marge à recevoir	118 707,15
Prime sur option	11 037 787,95
<b>Total</b>	<b>266 516 138,59</b>

## Instruments financiers

### Relevé détaillé des instruments financiers au 31 décembre 2025

INSTRUMENTS FINANCIERS	TOTAL PORTEFEUILLE
<b>ACTIONS</b>	
Européennes zone euro	3 258 994 997,88
Européennes hors zone euro	232 417 052,05
Amérique	1 127 149 123,66
Asie hors Japon	0,00
Japon	459 226 422,27
<b>Total</b>	<b>5 077 787 595,86</b>
<b>OBLIGATIONS</b>	
Européennes zone euro	5 146 721 764,07
Amérique	1 735 471 738,60
<b>Total</b>	<b>6 882 193 502,67</b>
<b>TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES</b>	
Européens zone euro	898 275 418,70
Amérique	33 243 982,82
<b>Total</b>	<b>931 519 401,52</b>
<b>ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS</b>	
<b>OPCVM</b>	<b>4 265 142 555,47</b>
Actions pays émergents	1 179 591 275,50
Actions monde	318 788 856,20
Dettes pays émergents	1 456 575 612,58
Monétaire	1 310 186 811,19
<b>Fonds non-cotés</b>	<b>2 758 532 396,35</b>
Infrastructure	653 532 903,84
Dettes privées	511 160 627,84
Immobilier	273 305 475,00
Actions et stratégies mixtes	1 320 533 389,67
<b>Total</b>	<b>7 023 674 951,82</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>19 915 175 451,87</b>

## Variations de la valeur du portefeuille de valeurs mobilières

	PORTEFEUILLE AU 31 DÉCEMBRE 2025			
	VALEUR D'ACQUISITION	ÉCARTS D'ESTIMATION	COUPONS COURUS	VALEUR BILAN
Actions	4 243 532 527,74	834 255 068,12	-	5 077 787 595,86
Obligations	6 906 008 242,01	-130 259 904,44	106 445 165,10	6 882 193 502,67
TCN	926 052 329,36	1 628 918,83	3 838 153,33	931 519 401,52
Organismes de placements collectifs	5 434 887 324,35	1 588 787 627,47	-	7 023 674 951,82
OPCVM	3 345 859 384,56	919 283 170,91	-	4 265 142 555,47
Actions pays émergents	719 976 988,69	459 614 286,81	-	1 179 591 275,50
Actions monde	225 756 890,95	93 031 965,25	-	318 788 856,20
Dettes pays émergents	1 118 398 491,76	338 177 120,82	-	1 456 575 612,58
Monétaire	1 281 727 013,16	28 459 798,03	-	1 310 186 811,19
Fonds non-cotés	2 089 027 939,79	669 504 456,56	-	2 758 532 396,35
Infrastructure	462 978 014,05	190 554 889,79	-	653 532 903,84
Dette privée	484 663 194,92	26 497 432,92	-	511 160 627,84
Immobilier	226 794 731,03	46 510 743,97	-	273 305 475,00
Actions et stratégies mixtes	914 591 999,79	405 941 389,88	-	1 320 533 389,67
<b>Total</b>	<b>17 510 480 423,46</b>	<b>2 294 411 709,98</b>	<b>110 283 318,43</b>	<b>19 915 175 451,87</b>

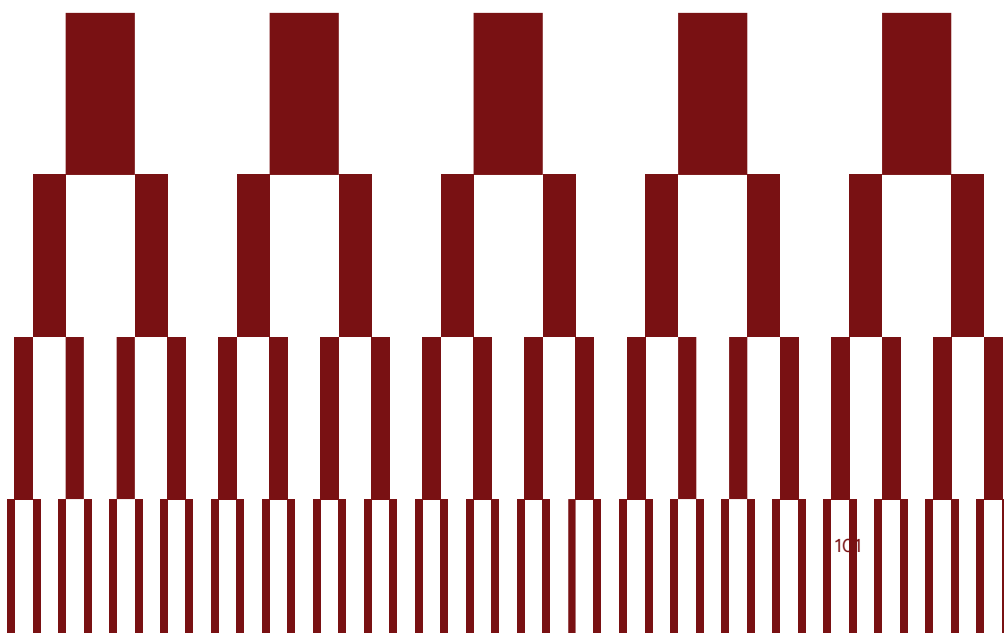
	31/12/2025
Actions	5 077 787 595,86
Obligations	6 882 193 502,67
TCN	931 519 401,52
Organismes de placements collectifs	7 023 674 951,82
OPCVM	4 265 142 555,47
Fonds non-cotés	2 758 532 396,35
<b>Total</b>	<b>19 915 175 451,87</b>

### Ventilation du portefeuille par maturité résiduelle

	31/12/2024	31/12/2025
< 3 mois	5,07 %	5,25 %
> 3 mois < 1 an	7,63 %	8,57 %
1 à 3 ans	15,30 %	14,05 %
3 à 5 ans	28,26 %	25,49 %
5 à 7 ans	19,49 %	19,29 %
7 à 10 ans	13,24 %	9,15 %
10 à 15 ans	1,52 %	5,22 %
> 15 ans	9,49 %	12,97 %
	100,00%	100,00%

### Ventilation du portefeuille par nature de taux

	31/12/2024	31/12/2025
Taux fixe	90,96 %	90,85 %
Taux indexé	0,00 %	0,00 %
Taux variable	9,04 %	9,15 %
	100,00%	100,00%



## Ventilation du portefeuille d'instruments financiers par devise de cotation

DEVISE	ACTIONS	OBLIGATIONS	TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES	ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS		TOTAL
				OPCVM	FONDS NON-COTÉS	
AUD	0,00					0,00
CAD	0,00					0,00
CHF	16 342 097,02					16 342 097,02
DKK	9 043 908,13					9 043 908,13
EUR	3 258 994 997,88	5 146 721 764,07	898 275 418,70	2 537 146 708,47	2 758 532 396,35	14 599 671 285,47
GBP	151 278 185,41					151 278 185,41
HKD	0,00					0,00
JPY	459 226 422,27					459 226 422,27
NOK	11 981 036,30					11 981 036,30
NZD	0,00					0,00
SEK	43 771 825,19					43 771 825,19
SGD	0,00					0,00
USD	1 127 149 123,66	1 735 471 738,60	33 243 982,82	1 727 995 847,00		4 623 860 692,08
Sous- total	5 077 787 595,86	6 882 193 502,67	931 519 401,52	4 265 142 555,47	2 758 532 396,35	19 915 175 451,87
<b>TOTAL</b>	<b>5 077 787 595,86</b>	<b>6 882 193 502,67</b>	<b>931 519 401,52</b>	<b>7 023 674 951,82</b>		<b>19 915 175 451,87</b>

## Disponibilités

DEVICES	TOTAL
AUD	11 407 593,88
CAD	0,00
CHF	66 600,55
DKK	938,69
EUR	290 309 311,43
GBP	312 972,30
HKD	1 843 961,08
JPY	37 221 313,76
NOK	1 266,20
NZD	0,00
SEK	5 679,41
SGD	1 114 846,97
USD	216 543 545,47
<b>Total</b>	<b>558 828 029,74</b>

## Compléments d'informations relatifs au passif

### Évolution des capitaux permanents

CAPITAUX PROPRES	31/12/2024	AFFECTATION RÉSULTAT 2024	RÉSULTAT 2025	[+]	[-]	31/12/2025
Dotations	1 742 655 311,70					1 742 655 311,70
Réserves	2 731 742 432,27	1 191 413 245,05		1 191 413 245,05		3 923 155 677,32
Écarts d'estimation	1 664 230 068,15			762 808 002,53		2 427 038 070,68
Résultat de l'exercice	1 191 501 285,76	-1 191 501 285,76	1 003 071 283,23		188 430 002,53	1 003 071 283,23
<b>Sous-Total</b>	<b>7 330 129 097,88</b>	<b>-88 040,71<sup>9</sup></b>	<b>1 003 071 283,23</b>	<b>1 954 221 247,58</b>	<b>188 430 002,53</b>	<b>9 095 920 342,93</b>
<b>Dettes long terme</b>	<b>31/12/2024</b>					<b>31/12/2025</b>
Cades + 1 an	11 600 000 000,00				1 450 000 000,00	10 150 000 000,00
<b>Sous-Total</b>	<b>11 600 000 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1 450 000 000,00</b>	<b>10 150 000 000,00</b>
<b>TOTAL CAPITAUX PERMANENTS</b>	<b>18 930 129 097,88</b>	<b>-88 040,71</b>	<b>1 003 071 283,23</b>	<b>1 954 221 247,58</b>	<b>1 638 430 002,53</b>	<b>19 245 920 342,93</b>

### Résultats des derniers exercices

	2022	2023	2024	2025
Résultats de l'exercice	-561 982 986,51	1 007 402 186,72	1 191 501 285,76	1 003 071 283,23

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

### Dettes

#### Échéancier de la dette Cades

DETTES	TOTAL	- 1 AN	+ 1 AN	DONT 1 À 5 ANS	DONT + DE 5 ANS
Dette Cades	11 600 000 000,00	1 450 000 000,00	10 150 000 000,00	7 250 000 000,00	4 350 000 000,00

9 • Cf. Note explicative Affectation résultat 2024.

## Compléments d'information relatifs au compte de résultat

### Charges d'exploitation

	MONTANT
Services Extérieurs	61 005 314,90
Gestion Administrative (Caisse des dépôts et consignations)	23 379 148,68
Rémunération des sociétés d'investissement	35 442 592,13
Autres services extérieurs	2 183 574,09
Dont frais de négociation sur instruments financiers à terme	1 155 563,50
Impôts et taxes	81 055,50
Personnel	977 143,27
Amortissements	16 244 152,84
<b>Total</b>	<b>78 307 666,51</b>

### Produits d'exploitation

	MONTANT
Services Extérieurs	12 397 632,40
Autres services extérieurs	12 397 632,40

## Engagements hors bilan

### Contrats de change à terme

CODES DEVISES	DEVISE À RECEVOIR	%	DEVISE À LIVRER	%
AUD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
CAD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
CHF	18 687 073,22	0,53 %	7 864 752,82	1,89 %
DKK	6 856 176,44	0,19 %	281 529,22	0,07 %
GBP	146 663 339,07	4,16 %	231 842,65	0,06 %
HKD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
JPY	17 847 471,25	0,51 %	224 146 265,67	54,00 %
NOK	10 734 169,51	0,30 %	242 957,16	0,06 %
NZD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
SEK	37 769 334,37	1,07 %	37 207,55	0,01 %
SGD	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
USD	3 286 373 569,04	93,23 %	182 285 197,87	43,91 %
<b>Total</b>	<b>3 524 931 132,90</b>	<b>100,00 %</b>	<b>415 089 752,94</b>	<b>100,00 %</b>

## Autres engagements

### Engagements hors bilan valorisés sur dérivés

#### FUTURES SUR INDICES

##### ACTIONS

Zones géographiques	Engag. HB valorisé
Zone euro	721 589 630,00
Amérique	1 583 124 607,26
Asie hors Japon	173 085 374,84
Pays émergent	116 029 349,91
Japon	66 382 673,83
<b>Total</b>	<b>2 660 211 635,85</b>

#### FUTURES SUR TAUX

##### OBLIGATIONS

Zones géographiques	Engag. HB valorisé
Zone euro	567 976 210,00
dont France	479 104 070,00
Amérique	-3 757 955,85
<b>Total</b>	<b>564 218 254,15</b>

# RAPPORT GÉNÉRAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES



45, rue Kléber  
92300 Levallois Perret



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 2025*

**Forvis Mazars**

Société Anonyme d'expertise comptable et de commissariat aux comptes à directoire et conseil de surveillance  
Capital de 8.320.000 €  
RCS Nanterre 784 824 153

**Grant Thornton**

Société par Actions Simplifiée d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Capital de 2.297.184 €  
RCS Nanterre 632 013 843

**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 2025

Aux membres du Conseil de Surveillance,

## Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Conseil de Surveillance, nous avons effectué l'audit des comptes annuels du Fonds de Réserve pour les Retraites relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2025, 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<sup>er</sup> janvier 2025 à la date d'émission de notre rapport.

### **Justification des appréciations**

En application des dispositions des articles L.821-53 et R.821-180 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 du Conseil de Surveillance.

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

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

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

Les comptes annuels ont été soumis par le Directoire au Conseil de surveillance.

## 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.821-55 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion de l'Etablissement.

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

En outre :

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

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

Les Commissaires aux comptes

Forvis Mazars  
Levallois-Perret 11/3/2026

Grant Thornton  
Neuilly-sur-Seine 11/3/2026

DocuSigned by:  
**DUNAND-ROUX Gilles**  
E33F21C213CF4E2

Gilles DUNAND-  
ROUX  
Associé

Signé par:  
*Jean-Luc Mendiela*  
E0C0E12331E724E7

Jean-Luc MENDIELA  
Associé

DocuSigned by:  
*Azarias Sekko*  
AF11FF7A7FC04E

Azarias SEKKO  
Associé

Création et réalisation : Agence Luciole

Crédits photos : Patrick Sordoillet

Juin 2026



Fonds de Réserve pour les Retraites  
- 56 rue de Lille 75007, Paris -  
[www.fondsdereserve.fr](http://www.fondsdereserve.fr)