

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES

Séance plénière du 11 juillet 2018 à 9h30

« Engagements, réserves et dettes du système de retraite »

<b>Document n° 4</b>
----------------------

<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>
---

**Fonds de Réserve pour les Retraites : historique et évolutions récentes**

*Projet de loi de financement de la sécurité sociale 2018, annexe 8, pp. 10-18.*



FONDS DE RESERVE  
POUR LES RETRAITES  
(FRR)

## Encadré 1 – Fiche d'identité

### - textes fondateurs de l'organisme :

Loi du 17 juillet 2001 modifiée par la loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites, codifiée au sein du code de la sécurité sociale dans le chapitre 5 bis aux articles L. 135-6 à L.135-15.

### - nature juridique de l'organisme :

Établissement public à caractère administratif placé sous la tutelle de l'État, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) a été instauré par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999, afin de gérer les réserves financières destinées à soutenir les régimes de retraite à l'horizon 2020. Géré initialement par le Fonds de solidarité vieillesse, le FRR a acquis à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2002 l'autonomie juridique, en application de l'article 6 de la loi du 17 juillet 2001 portant diverses dispositions d'ordre social, éducatif et culturel.

### - résumé des principales missions :

La loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 a précisé l'horizon de décaissement des actifs du Fonds, et ainsi clarifié le passif du FRR. L'article L. 135-6 du code de la sécurité sociale dispose qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011, et jusqu'en 2024, « le fonds verse chaque année, au plus tard le 31 octobre, 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale afin de participer au financement des déficits au titre des exercices 2011 à 2018, des organismes chargés d'assurer les prestations du régime de base de l'assurance vieillesse ». Depuis la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011, l'ensemble des recettes initialement dévolues au FRR ont été affectées à la CADES et au Fonds de solidarité vieillesse (FSV).

En outre, et ce depuis la loi de financement de la sécurité sociale pour 2005, le FRR a pour mission de gérer à l'horizon 2020, et pour le compte de la CNAV, 40% de la soulte versée par la caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) au régime général en contrepartie de son adossement.

Enfin, la loi garantissant l'avenir et la justice du système de retraites de 2014 prévoit que les actifs du Fonds pourront être mobilisés en cas de dérapage des déficits de la branche vieillesse.

### - budget annuel :

Le budget administratif du Fonds pour l'année 2017 s'établit à 66,1 M€ de crédits de paiement, dans lequel s'inscrit notamment un plafond d'emploi fixé à 49 ETP.

## Encadré 2 – Faits marquants de l'année 2017 et perspectives pour 2018

Depuis la réforme des retraites de 2010, le FRR doit procéder à des décaissements annuels de 2,1 Md€ vers la CADES jusqu'en 2024. L'existence de ce passif « certain » a conduit l'établissement à mettre en place un cadre de gestion de ses placements dont l'objectif est de maximiser le surplus (actif – passif) tout en couvrant ce passif. Cette gestion se traduit par une décomposition de l'actif en :

- une poche dite de « couverture » essentiellement obligataire, destinée à assurer de manière très sécurisée le paiement de la plus grande partie des engagements annuels du FRR et constituant, à fin 2016, 49% de l'actif ;

- une poche dite de « performance » visant un rendement supplémentaire, grâce à des actifs dynamiques et diversifiés et représentant 51% de l'actif. Depuis fin 2010, les deux poches ont connu des progressions significatives : au 30 juin 2017, + 62,3% pour la poche de performance et + 29,1% pour la poche de couverture.

L'actif du FRR s'est établi à 36,0 milliards d'euros au 31/12/2016, en diminution de 0,3 milliard d'euros sur l'année du fait du paiement de 2,1 milliards d'euros à la CADES le 25/04/2016. L'augmentation de la valeur des actifs en portefeuille a donc été de 1,8 milliard d'euros. En 2016, la performance de l'actif s'est donc élevée, après frais de gestion administrative et financière, à 5,0%. En 2017, elle est estimée à 4,1% au 30 juin 2017.

En termes d'activité, le FRR a obtenu l'autorisation d'investir 2 milliards d'euros dans des actifs non cotés français (capital investissement, dette privée, infrastructure, immobilier) afin de soutenir le développement de l'économie française. Le FRR a donc commencé en 2016 ses investissements dans des fonds immobiliers. Les appels de fonds liés aux différents appels d'offres sur la dette privée et le capital investissement vont commencer au 2<sup>nd</sup> semestre 2017.

Investisseur responsable, le FRR a également poursuivi sa démarche visant à réduire l'intensité des émissions de CO<sub>2</sub> de son portefeuille. En effet, depuis mi-2017, les managers de l'ensemble des mandats actions gérés de façon passive effectuent les actions suivantes dans leur portefeuille : réduction des émissions de carbone et des réserves fossiles, exclusion des valeurs liées à l'extraction du charbon et à l'industrie du tabac, augmentation de la part des entreprises « vertes » et amélioration de la note ESG (environnement, social, gouvernance).

## 1. Missions et gouvernance

### 1.1. Missions

Le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) a été créé par la loi de financement de la sécurité sociale pour 1999 pour contribuer à la pérennité du système de retraite français au cours des prochaines décennies. Instrument de solidarité entre les générations, le FRR était initialement destiné à prendre en charge à partir de 2020 une partie des dépenses du régime général et des régimes alignés, afin d'amortir pour ces régimes les surcoûts générés par les retraites des générations du « baby boom ».

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011 et jusqu'en 2024, le Fonds verse chaque année 2,1 milliards d'euros à la Caisse d'amortissement de la dette sociale afin de participer au financement des déficits au titre des exercices 2011 à 2018 des organismes chargés d'assurer les prestations du régime de base de l'assurance vieillesse.

Ces versements doivent permettre, en plus du transfert à la CADES de la part de prélèvement social sur le capital établie au profit du FRR jusqu'en 2011, l'amortissement par la caisse, dans la limite globale de 62 Md€, des déficits de la CNAV et du FSV qui seront observés sur la période 2011-2018.

Le Fonds assure également la gestion d'une part (40 %) de la soulte versée par les entreprises électriques et gazières (IEG) à la CNAV lors de l'adossment de leur régime au régime général. Ces sommes pourront être rétrocédées à la CNAV à compter de 2020, augmentées du rendement de leur placement mais diminuées des frais de gestion engagés par le FRR à ce titre.

Tableau 1 • Valeur de la soulte IEG valorisée de la performance du Fonds depuis 2013

Valeur arrêtée au 31 décembre de l'année n

(en millions d'euros)	2013	2014	2015	2016
<b>SOULTE IEG</b>	<b>4 065</b>	<b>4 428</b>	<b>4 582</b>	<b>4 817</b>

Source : FRR/DSS

Dans la mise en œuvre de sa politique d'investissement, le FRR contribue au financement des acteurs économiques et, en particulier, des entreprises, en étant cohérent avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré. Le Conseil de surveillance a ainsi adopté en 2008 une stratégie d'investisseur responsable en cohérence avec ses engagements de signataire de la charte des principes d'investissement responsable (PRI) de l'ONU.

En outre, la loi de réforme des retraites du 20 janvier 2014 assigne une nouvelle mission au Fonds de réserve pour les retraites qui pourra, si le contexte économique le justifie, participer à la stabilisation conjoncturelle de l'assurance vieillesse. La loi prévoit en effet la mise en place d'un comité de suivi des retraites, chargé de veiller à la pérennité financière des régimes de retraites, et qui pourra préconiser le recours aux réserves du FRR en vue de la correction des écarts de nature conjoncturelle par rapport à la trajectoire de redressement financier. La décision de procéder effectivement à des décaissements anticipés en direction des régimes de retraites (qui présentent un coût d'opportunité au regard des rendements

actuellement dégagés par le FRR) demeure toutefois soumise à l'adoption d'une disposition expresse en LFSS.

## 1.2. Gouvernance et pilotage de la performance

La mobilisation du FRR pour le financement des déficits vieillesse depuis 2011 n'a pas entraîné de modification majeure de son mode de gouvernance. Néanmoins, le Fonds est désormais représenté au conseil d'administration de la CADES, au côté des présidents des caisses nationales du régime général, de la mutualité sociale agricole et du régime social des indépendants.

Le Fonds est doté de deux instances dirigeantes : un conseil de surveillance et un directoire.

**Le Conseil de surveillance** est composé de vingt membres : quatre parlementaires, cinq représentants des assurés sociaux, cinq représentants des employeurs et travailleurs indépendants, quatre représentants des ministères de tutelles (ministère de la solidarité et de la santé et ministère de l'économie et des finances), ainsi que deux personnes qualifiées désignées par les tutelles. Il doit se réunir au moins deux fois par an et a pour rôle principal de fixer, sur proposition du directoire, les orientations générales de la politique de placement des actifs du Fonds en respectant l'objectif et l'horizon d'utilisation des ressources, et les principes de prudence et de répartition des risques, ainsi que de contrôler l'activité du FRR.

Le Conseil de surveillance a créé en son sein un **Comité de l'audit et des comptes** chargé de préparer ses délibérations relatives à l'approbation des comptes annuels, de l'assister dans le contrôle des résultats et dans le choix des commissaires aux comptes ainsi qu'un **Comité stratégique d'investissement (CSI)**, chargé de l'assister dans l'exercice de ses missions relatives à la définition, au suivi de la mise en œuvre et à la revue de l'allocation stratégique.

**Le directoire** est quant à lui composé de trois membres, dont le Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations qui en assure la présidence. Il assure la direction de l'établissement et est responsable de sa gestion. Il met en œuvre les orientations de la politique de placement et contrôle le respect de celle-ci.

**Un Comité de sélection des gérants (CSG)**, prévu par les textes régissant le FRR et présidé par un membre du directoire, assiste ce dernier dans la sélection des sociétés prestataires de services d'investissement et dans l'exécution des mandats de gestion, notamment s'agissant de la performance de ces mandats.

En complément des procédures classiques de contrôle des établissements publics de l'État, le Fonds est soumis au contrôle de la Cour des comptes, de l'inspection générale des affaires sociales et de l'inspection générale des finances. Deux commissaires aux comptes certifient les comptes annuels avant que ceux-ci soient soumis par le directoire au conseil de surveillance et qu'ils soient publiés. En 2015, le FRR a procédé à la désignation de deux nouveaux commissaires aux comptes pour un mandat de six ans.

La gestion administrative du Fonds est quant à elle assurée par la Caisse des dépôts et consignations (CDC), sous l'autorité du directoire. Cette gestion est indépendante de toute autre activité de la CDC et de ses filiales.

Une convention entre l'établissement et la CDC organise les modalités de cette gestion. Elle précise notamment les différents moyens affectés par la Caisse en vue de l'exercice de cette mission. La Caisse des dépôts perçoit du FRR des frais de gestion à hauteur des dépenses exposées pour l'exercice de la mission qu'elle assure. Cette convention cadre est complétée par une convention d'objectifs, de moyens et de performance (COMP) dont l'objet est de préciser :

- les objectifs impartis par le FRR à la CDC au titre de sa mission de gestion administrative ;
- les moyens mis à la disposition du FRR, ainsi que les conditions tarifaires ;
- la procédure concernant l'élaboration et l'exécution du budget de la gestion administrative.

## 1.3. Les règles prudentielles de placement

L'activité de placement du FRR est encadrée par diverses règles permettant une gestion des risques financiers sur la base de ratios (d'emprise, de dispersion, etc.). Ces règles sont amenées à évoluer

régulièrement pour tenir compte à la fois de l'évolution des marchés financiers et des nouvelles orientations stratégiques définies par le conseil de surveillance du FRR.

Ainsi, afin de conférer au FRR davantage de réactivité dans la gestion d'une partie de ses actifs, tout en conservant un même niveau de sûreté des placements, ces règles ont été modifiées successivement en 2003, 2009, 2011 et 2016.

La gestion financière des réserves est confiée à des prestataires de service d'investissement, qui bénéficient de mandats périodiquement renouvelés et attribués dans le cadre des procédures prévues par le code des marchés publics. L'article 19 de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2007 a adapté cette règle, en permettant au FRR de recourir à la gestion directe dans des conditions et sur des catégories d'actifs bien définies : tout d'abord, à titre exceptionnel et temporaire, pour préserver la sécurité de ses actifs en cas d'urgence ; par ailleurs, pour des investissements dans des parts ou actions d'organismes de placement collectif (OPCVM) ou d'organismes de droit étranger ayant un objet équivalent, dans la mesure où ces instruments financiers sont eux-mêmes soumis à des règles prudentielles définies par le code monétaire et financier.

En application de l'arrêté du 24 mai 2016 relatif au Fonds de réserve pour les retraites, la limite d'exposition aux OPCVM a été portée à 20% hors OPCVM monétaires. Si ce plafond vient à être dépassé en raison des conditions de marché, le FRR dispose d'un délai de six mois pour procéder aux ajustements nécessaires.

L'arrêté du 24 mai 2016 reprend l'ensemble des règles prudentielles applicables au FRR (ratios d'emprise, de dispersion, d'exposition au risque de change), jusque-là fixées par décret. Ces dernières peuvent ainsi être adaptées avec plus de souplesse aux évolutions des marchés financiers.

Enfin, ce même arrêté permet au FRR de déroger à certaines règles du code des marchés publics afin d'enrichir sa connaissance de ses futurs gestionnaires. Le Fonds peut dorénavant demander les historiques de performance aux candidats aux appels d'offres sur 5 ans et non plus sur 3 ans.

## 2. Evolution de l'actif net du FRR depuis 2016

### 2.1. Structure de l'actif du FRR

#### Encadré 3 – Structure de l'actif du FRR

L'actif du FRR se décompose en deux catégories d'actif : les actifs de couverture et les actifs de performance. La part de chacune de ces catégories est fixée annuellement par le Conseil de Surveillance sur la base des propositions présentées par le Directoire.

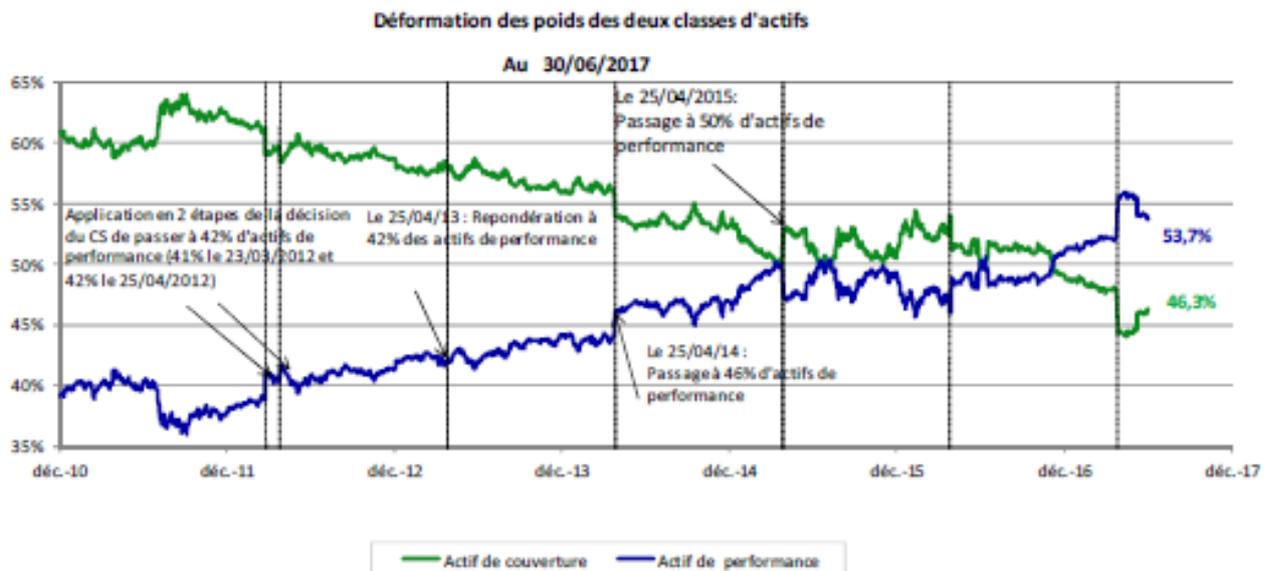
La poche de couverture permet d'assurer le paiement des engagements annuels du FRR inscrits au passif, de manière très sécurisée. Pour cela, même dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas, elle doit représenter une part importante du passif. La poche de couverture contient des instruments de taux à risque de crédit très limité : des obligations de l'Etat français (OAT) et des obligations d'entreprises de qualité en euros ou en dollars.

La poche de performance génère un rendement supplémentaire, grâce à des actifs dynamiques et diversifiés. Elle doit aussi permettre de compléter les montants apportés par la poche de couverture pour le paiement des engagements annuels de passif, même en cas de scénario très défavorable sur ses actifs. C'est pourquoi le FRR s'assure que, même en cas de stress extrême, le ratio de financement (ratio entre l'actif et le passif) reste supérieur à 100 % et le surplus (différence entre l'actif et le passif) supérieur à 0. La poche de performance est actuellement composée d'actions des pays développés et émergents, d'obligations d'entreprises à haut rendement, d'obligations des pays émergents et d'actifs nopr cotés (capital investissement, dette privée, immobilier et infrastructures).

Les actifs du portefeuille se répartissaient au 1<sup>er</sup> janvier 2017, à hauteur de 49% pour les actifs de performance et à hauteur de 51% pour les actifs de couverture. Les parts respectives des grandes catégories d'actifs (actions, obligations) ont fluctué durant l'année du fait des variations des marchés sans qu'il y ait eu de réallocation entre les deux poches.

Au 30 juin 2017, le portefeuille se décompose de la façon suivante : 53,7% d'actifs de performance et 46,3% d'actifs obligataires et de trésorerie.

Graphique 1 – Evolution de la structure de l'actif du FRR depuis 2011



## 2.2. Contexte de l'exercice

Le premier semestre 2017 a été marqué par une hausse sensible des rendements de l'ensemble des actifs de performance, et notamment des actions (+12,2% en zone euro, +10,4% dans les pays émergents, +7,8% en Amérique du Nord, +5,5% au Japon...).

Ces bonnes performances s'inscrivent dans un contexte économique et politique favorable, avec de meilleurs chiffres qu'attendu sur la croissance, la confiance des ménages et des entreprises, ainsi que par la dissipation des principaux risques anticipés, notamment en Europe :

- les élections françaises ont permis l'accession au pouvoir du candidat perçu comme le moins défavorable à l'économie et aux marchés financiers, parmi le choix offert aux électeurs ;
- Les élections au Royaume-Uni ont conforté Theresa May et les conservateurs au pouvoir (même si leur majorité est plus faible que prévu) qui pourront ainsi continuer à négocier sur le Brexit ;
- Les élections italiennes n'ont pour l'instant pas été avancées et le mouvement populiste M5S semble stagner dans les sondages.

Les Etats-Unis ont également bénéficié des fortes performances du secteur des technologies et notamment des GAFA.

Les performances au 2<sup>ème</sup> semestre dépendront de la persistance de la croissance aux Etats-Unis et de la confirmation de l'augmentation des bénéfices en zone euro. L'attitude des banques centrales et leur communication seront également primordiaux sur le rythme de hausses de taux et la réduction du bilan de la FED aux Etats-Unis, sur le ralentissement des achats d'obligations en zone euro. Elles devront en effet rassurer les marchés tout en empêchant une trop brusque augmentation des taux, restés à des niveaux bas en 2017 (taux 10 ans allemand à 0,5% et américain à 2,3% fin juin).

### 2.3. Performance de l'actif net du FRR

#### Encadré 4 – Calcul de la performance du FRR

Le calcul de la performance annuelle du portefeuille d'investissements du FRR traduit la variation de la richesse du portefeuille global (l'actif net du Fonds) entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre de l'année, ajustée des éventuels apports ou retraits de capitaux.

Les valeurs des actifs sont fondées sur leurs cours de marchés, pour les actifs cotés, ou sur des valorisations d'experts indépendants, pour les actifs non cotés.

Le calcul de la performance est effectué de manière hebdomadaire et en fin de mois. Les performances hebdomadaires sont ensuite chaînées pour obtenir la performance cumulée du portefeuille global sur longue période.

La performance moyenne annualisée (c'est-à-dire rapportée sur une base annuelle) s'obtient par annualisation actuarielle de la performance cumulée.

#### Au 31 décembre 2016

La valeur de marché des actifs du FRR (y compris soulte IEG) était de 36,0 Md€ fin 2016, contre 36,3 Md€ à fin 2015. Cependant, conformément à la LFSS pour 2011, le FRR effectue chaque année un versement de 2,1 Md€ à la CADES. La performance annuelle 2016 du FRR s'est élevée à 5%, après 3,1% en 2015, 8,7% en 2014, 5% en 2013 et 10,5% en 2012.

La poche de performance, en particulier, a affiché une performance de 8,2% en 2016, après 5,4% en 2015, 9,8% en 2014, 13,5% en 2013 et 12,7% en 2012.

La performance globale depuis l'origine du Fonds s'est ainsi en moyenne élevée à 4,2 % par an. Depuis la date de démarrage du nouveau modèle de gestion (fin 2010) la performance annualisée s'établit à 5,4%.

#### Au 30 juin 2017

La valeur de marché du portefeuille du FRR (y compris soulte IEG) était de 35,4 Md€, une fois déduit le 7<sup>ème</sup> versement de 2,1 Md€ à la CADES effectué le 25 avril 2017. Au 30 juin 2017, le surplus, qui est la différence entre l'actif et le passif, s'établit en hausse à 15,7 Md€. Un surplus positif est le garant de la capacité du FRR à couvrir son passif. C'est grâce à son montant important que le FRR peut créer de la valeur, en investissant dans des actifs à primes de risques plus importantes, tout en restant certain de payer les engagements inscrits au passif.

La performance annuelle estimée depuis le 31 décembre 2016 s'élève à 4,1 %, portant la performance nominale annualisée depuis l'origine du Fonds à 4,4 % (5,7% depuis fin 2010). La poche de performance, notamment, enregistre une progression de 7,6 %, alors que les actifs de couverture, stagnent autour de 0%.

Graphique 2 • Evolution de l'actif du FRR depuis le 31 décembre 2006 jusqu'au 30 juin 2017 (en milliards d'euros)

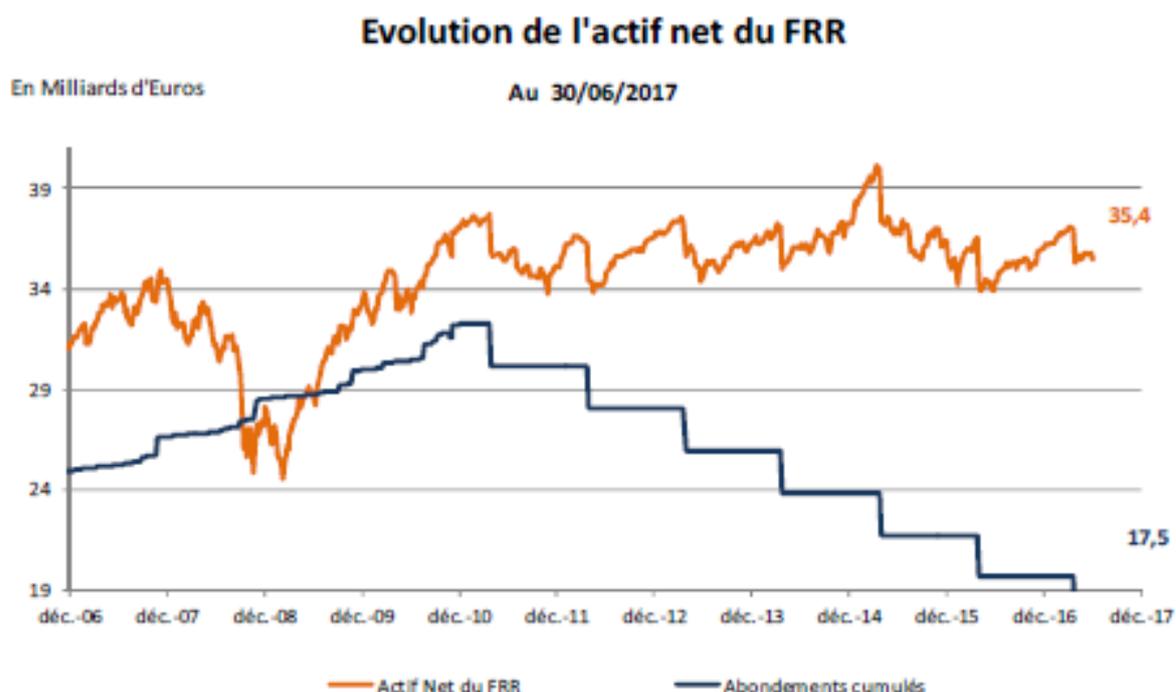


Tableau 2 • Valeur de marché de l'actif du FRR depuis le 31 décembre 2013 et performance annuelle des placements

	2013	2014	2015	2016
Actifs du FRR au 31/12	36,3 Md€	37,2 Md€	36,3 Md€	36,0 Md€
<i>dont soulté IEG</i>	4,1 Md€	4,4 Md€	4,6 Md€	4,8 Md€
Versements cumulés à la CADES	6,3 Md€	8,4 Md€	10,5 Md€	12,6 Md€
Performance annuelle des placements	5,03%	8,7%	3,1%	5,1%
Performance annualisée depuis l'origine	3,70%	4,2%	4,1%	4,4%

Source : DSS/FRR

### 3. Les comptes définitifs 2013-2016 et prévisionnels 2017

Comme tout investisseur de long terme, le FRR s'expose à l'intérieur de sa période de placement à des variations de la valeur de ses actifs liées à celles des marchés financiers qui peuvent être globalement importantes, tant à la baisse qu'à la hausse. Un exercice de prévision au-delà de l'année échue apparaîtrait donc peu pertinent, seules les données budgétaires prévisionnelles ont été communiquées.

En 2016, le FRR a dégagé un résultat financier de 810 M€ (après 1 619 M€ en 2015).

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.

Comme en 2015, les cessions de valeurs mobilières (750 M€) et les revenus des valeurs mobilières (700 M€) contribuent pour la plus grande part à ce résultat. Les premières sont la résultante du turn-over de l'actif, tandis que les seconds traduisent le rendement de celui-ci.

Le résultat des opérations sur instruments financiers à terme est de -22 M€. Il est la résultante de l'ensemble des opérations d'ajustement de court terme des actifs qui consiste à ajuster les parts des grandes catégories d'actifs (actions, obligations) plus rapidement qu'en modifiant les portefeuilles physiques.

Enfin, avec une perte nette de 548 M€, les opérations de change sont déficitaires pour la troisième année consécutive.

**Tableau 3 • Les comptes définitifs 2013-2016 et prévisionnels 2017 (en M€)**

(en millions d'euros)

	2013	2014	2015	2016	2017(p)
<b>PRODUITS NETS</b>	<b>3117</b>	<b>2910</b>	<b>4150</b>	<b>3445</b>	<b>3732</b>
<b>Abondements</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Prélèvement de 2% sur les revenus du capital	0	0	0	0	0
UMTS	0	0	0	0	0
Contribution de 8,2% (PPESV) et consignations	0	0	0	0	0
prescrites Caisse des dépôts					
<b>Produits financiers</b>	<b>3117</b>	<b>2910</b>	<b>4150</b>	<b>3445</b>	<b>3732</b>
Produits de trésorerie courante	9	0	0	0	0
Produits de gestion financière	3109	2910	4150	3445	3732
<b>Produits exceptionnels</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CHARGES NETTES</b>	<b>1257</b>	<b>1471</b>	<b>2650</b>	<b>2698</b>	<b>1879</b>
<b>Charges de fonctionnement</b>	<b>1257</b>	<b>1471</b>	<b>2650</b>	<b>2698</b>	<b>1879</b>
Frais de gestion administrative	92	65	119	63	66
Charges de gestion financière	1165	1406	2531	2635	1813
<b>Charges exceptionnelles</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RESULTAT FINANCIER (produits financiers – charges financières)</b>	<b>1952</b>	<b>1504</b>	<b>1619</b>	<b>810</b>	<b>1919</b>
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE (produits nets – charges nettes)</b>	<b>1861</b>	<b>1439</b>	<b>1500</b>	<b>747</b>	<b>918</b>

Source : FRR

**Tableau 4 • Décomposition du résultat financier du FRR de 2013 à 2016 (en M€)**

(en millions d'euros)

	2013	2014	2015	2016
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1861</b>	<b>1439</b>	<b>1500</b>	<b>747</b>
<b>Résultat financier</b>	<b>1952</b>	<b>1504</b>	<b>1619</b>	<b>810</b>
dont cessions de valeurs mobilières	607	1045	1405	750
Gains	879	1426	1665	1188
Pertes	-272	-381	-260	-438
dont revenus de valeurs mobilières	895	840	790	700
dont change	476	-265	-539	-548
Gains	776	253	797	504
Pertes	-301	-518	-1336	-1052
dont instruments financiers	214	96	119	-22
Gains	484	369	690	680
Pertes	-270	-273	-571	-702
dont solde sur autres opérations financières	-239	-213	-156	-70
<b>Frais de gestion administrative</b>	<b>-92</b>	<b>-65</b>	<b>-119</b>	<b>-63</b>
dont commissions de gestion	-70	-43	-93	-35
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

NB : le résultat présenté ci-dessus ne prend en compte que les gains et les pertes effectivement réalisés sur les cessions de titre. Il n'intègre donc pas les plus ou moins values latentes.