



# RAPPORT ANNUEL 2015

---



FONDS DE COMPENSATION  
34, AVENUE DE LA PORTE-NEUVE  
L-2227 LUXEMBOURG

ADRESSE POSTALE  
B.P. 538  
L-2015 LUXEMBOURG

Photo :

Projet du lauréat de la consultation rémunérée pour la construction de la Cité de la sécurité sociale à Luxembourg-Gare

---

# RAPPORT ANNUEL 2015

---



## SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	7
1. MARCHES FINANCIERS EN 2015	8
2. RAPPORT D'ACTIVITES	10
2.1. Allocation tactique et flux	10
2.2. Politique d'investissement socialement responsable	10
2.3. Investissements dans l'immobilier	11
3. INSTANCES DIRIGEANTES ET GOUVERNANCE	13
3.1. Le conseil d'administration du Fonds de compensation	13
3.2. Le comité d'investissement du Fonds de compensation	13
3.3. La commission immobilière du Fonds de compensation	14
3.4. L'assemblée générale de la SICAV	14
3.5. Le conseil d'administration de la SICAV	14
3.6. Les gérants de portefeuilles de la SICAV au 31 décembre 2015	14
3.7. La banque dépositaire et l'administration centrale de la SICAV au 31 décembre 2015	15
3.8. Le réviseur d'entreprises de la SICAV au 31 décembre 2015	15
3.9. Le conseil d'administration du Fonds de compensation au 31 décembre 2015	15
3.10. Le comité d'investissement du Fonds de compensation au 31 décembre 2015	15
3.11. Le conseil d'administration de la SICAV au 31 décembre 2015	15
4. RESULTATS DU FONDS DE COMPENSATION	16
4.1. Résultat de la SICAV	18
4.2. Résultat des prêts	21
4.3. Résultat du patrimoine immobilier	23
5. BILAN 2015	24
6. COMPTE D'EXPLOITATION 2015	26

## AVANT-PROPOS

L'année 2015 était placée sous le signe de la diversification des investissements du Fonds de compensation dans le secteur immobilier, tant au niveau international qu'au niveau national.

Ainsi le Fonds de compensation a fait la sélection de deux gérants de portefeuilles et d'un gérant de réserve pour la classe d'actifs relative à l'immobilier monde. Cette classe d'actifs était prévue depuis longue date dans la stratégie d'investissement du Fonds et sera implémentée à partir de l'exercice 2016 avec un montant total de 500 millions d'euros.

Au niveau national, le Fonds de compensation s'est porté acquéreur d'un terrain appartenant à l'Etat et situé dans le quartier Gare de la Ville de Luxembourg en vue d'y implémenter la future Cité de la sécurité sociale. Cette Cité de la sécurité sociale est destinée à regrouper les différentes institutions de sécurité sociale sur un même site à proximité de la gare centrale et disposant des meilleures connexions aux transports publics. Une consultation rémunérée a permis de désigner un groupement d'architectes, d'urbanistes et de paysagistes chargé de réaliser le projet. Ce projet s'étendra sur une quinzaine d'années et sera réalisé en trois étapes. La première étape consiste à implanter un immeuble administratif destiné aux administrations de la sécurité sociale logées actuellement dans l'Office des assurances sociales et au Service de santé au travail multisectoriel. Dans une deuxième étape y seront implantés la Caisse nationale d'assurance pension, la Caisse nationale des prestations familiales et le Fonds de compensation lui-même. Enfin, la troisième étape du projet sera réalisée par l'Etat pour ses propres besoins.

Compte tenu de l'extrême volatilité des marchés financiers au cours de l'exercice 2015, le résultat obtenu de 3,50% est nettement en retrait par rapport au résultat exceptionnel de 10,96% réalisé en 2014. Ce résultat mitigé provient d'un rendement très faible au niveau des marchés obligataires (0,72%) et des marchés monétaires (0,08%) alors que les marchés des actions ont sauvé la mise avec un rendement de 8,01%.

*Robert KIEFFER*  
*Président du Fonds de compensation*

# I. MARCHES FINANCIERS EN 2015

Si les experts de la finance garderont en mémoire une année particulièrement volatile sur les marchés des capitaux, les économistes parleront d'une année quelque peu inodore et sans couleurs sur base de fondamentaux sans surprise. Cette dichotomie entre la sphère de l'économie réelle et celle de la finance trouve essentiellement son origine dans des interventionnismes révolutionnaires de nombreuses banques centrales aboutissant à une distorsion de prix sans pareil dans la mémoire des économistes contemporains.

## Le réel à la recherche de gains de productivité

Tout au long de l'année, les économies ont évolué sur un chemin de croissance proche des prévisions des spécialistes, et n'ont donc guère généré de surprises significatives. La tendance générale des années précédentes s'est poursuivie, avec une contribution à la croissance mondiale des pays avancés supérieure à celle des pays en voie de développement, notamment en raison d'une expansion continue et stable des économies américaines et européennes, et de crises parfois importantes, parfois mineures, dans nombre de pays BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) ou dans d'autres pays en voie de développement.

Si les économistes semblaient relativement unanimes sur les croissances mondiales ou pour celles de pays et zones géographiques particuliers, certains sujets ont néanmoins réussi, à intervalles réguliers, à animer quelque peu le débat économique. A titre d'exemple, le ralentissement de la croissance chinoise ou l'effondrement des économies russe et brésilienne, le tout couplé à des chutes des prix des matières premières ou des métaux précieux, ont régulièrement suscité des inquiétudes quant au caractère durable et soutenable de la croissance mondiale. Sans parler des incertitudes générées par les aléas géopolitiques dans de nombreux domaines, il convient d'admettre que de nombreux débats étaient de nature à remettre en question cette croissance durable, affectant les marchés des capitaux, mais ne modifiant pas, in fine, les scénarii économiques envisagés en début d'année.

Mais au-delà de soubresauts parfois anticipés d'agrégats économiques et de bouleversements politico-géo-économiques divers, il convient de

constater que les économies mondiales en croissance l'ont été à des taux historiquement faibles. Que ce soit au niveau des pays de l'OCDE ou à celui des pays les plus avancés, la productivité n'a jamais été aussi faible depuis vingt ans. Ceci nous rappelle simplement qu'il ne peut y avoir de croissance économique sans croissance démographique et sans progrès technique. L'impact des nouvelles techniques de l'information et de la communication sur le progrès technique semble ainsi extrêmement faible, en tout cas sans commune mesure avec les progrès techniques enregistrés au début du vingtième siècle. Il est clair que dans un tel environnement de croissance faible, avec des impacts négatifs notamment sur les marchés du travail, chaque nouveau risque aura un impact amplifié sur le comportement des agents économiques et sur les marchés des capitaux.

## Des marchés de capitaux excessivement volatils

Si la volatilité des marchés des capitaux n'a pas atteint les sommets enregistrés lors de la crise financière des années 2008/2009, on devrait néanmoins la qualifier d'excessive étant donné l'environnement économique précédemment décrit caractérisé par peu de surprises ou d'événements non anticipés dès le début de l'année. Une large partie de cette volatilité sur les marchés des capitaux ne peut dès lors s'expliquer que par des interventions externes à la sphère économique réelle, et en particulier par les interventions très innovatrices de certaines banques centrales en général, et de la Banque centrale européenne en particulier. Sans vouloir entrer dans les débats académiques sur l'efficacité économique réelle des politiques monétaires à long terme, il est un fait que ces politiques ont conduit à des volatilités importantes sur les marchés des capitaux, et surtout à des distorsions des prix relatifs qui n'ont facilité les décisions d'investissement ni des entrepreneurs ni des gérants de portefeuilles. L'injection de liquidités par la Banque centrale européenne au cours des premiers mois de l'année a généré des performances exceptionnelles sur les marchés européens. Des corrections significatives ont ensuite eu lieu parallèlement aux débats sur le caractère soutenable de la croissance mondiale alimentés par la croissance et les politiques économique et de change chinoises, ou encore par

l'impact des prix pétroliers ou autres événements géopolitiques déjà mentionnés.

Pour les décisions d'investissement dans les portefeuilles qui ont une vision à long terme, l'approche fondamentale demeure la plus importante. Il n'est cependant pas toujours possible d'ignorer les soubresauts financiers à court terme, dans la mesure

où ceux-ci peuvent affecter le comportement des agents dans la sphère réelle de l'économie. Dans ce sens, les gérants de portefeuilles ont connu une année qui n'était pas de tout repos, et les meilleures performances ont été obtenues par ceux qui maintenaient une politique basée sur les fondamentaux économiques dans un environnement financier perturbé.

*Dr. Yves WAGNER*

*Expert externe du comité d'investissement*

## 2. RAPPORT D'ACTIVITES

### 2.1. Allocation tactique et flux

Suite à une appréciation significative des actions depuis le deuxième trimestre 2014, laquelle s'est encore considérablement amplifiée au cours des mois de janvier et de février 2015, la marge stratégique supérieure au niveau de la classe d'actifs des actions monde a été dépassée au cours du premier trimestre. En conformité avec le concept de rééquilibrage du Fonds de compensation, lequel prévoit une marge stratégique supérieure de 32,5% pour ladite classe d'actifs, il y avait donc obligation de procéder à un rebalancement.

Sur recommandation du comité d'investissement, il a donc été décidé de ramener le quota de cette classe d'actifs à quelque 29%, correspondant à un rachat de 450 millions d'euros des avoirs du Fonds de compensation. Le quota stratégique se situant à 25%, cette réduction était donc moins importante dans la mesure où il a été jugé que la classe d'actifs concernée semblait encore avoir le plus de potentiel à long terme. A noter que ledit rachat était effectué intégralement au niveau du compartiment à gestion indexée, ceci dans un but de réduire le poids important du gérant de portefeuilles en charge de ce compartiment au sein de la SICAV. En effet, ledit gérant cumulait à ce stade environ 19% des avoirs totaux de la SICAV tandis que la directive du conseil d'administration du Fonds de compensation prévoit qu'un seul gérant de portefeuilles ne peut pas cumuler, en termes de mandats indexés, plus de 20% des avoirs totaux de cette dernière.

La question quant au réinvestissement du montant ainsi débloqué était plus délicate. Une affectation au niveau des classes d'actifs relatives aux marchés émergents n'était pas envisageable étant donné qu'un investissement dans lesdites classes d'actifs ferait rapidement passer leur quota respectif à hauteur des marges supérieures stratégiques leurs associées. Voyant une faible probabilité pour une rémunération manifeste au sein des marchés monétaires et moins de potentiel au niveau des obligations libellées en euros, le montant libéré a finalement été orienté vers les compartiments des obligations monde. En conséquence, les gérants de portefeuilles en charge de cette classe d'actifs se sont vu attribuer les 450 millions d'euros répartis en fonction de leurs performances réalisées depuis le lancement de leur compartiment respectif.

A cette occasion, il a également été procédé à un apport de nouvelles liquidités d'un montant total de 300 millions d'euros au sein des compartiments monétaires de la SICAV, ceci pour profiter du petit sur-

plus de rendement qu'offraient encore les fonds monétaires par rapport au compte bancaire détenu hors SICAV par le Fonds de compensation. De nouveau, le montant a été réparti en fonction des performances réalisées par les deux gérants de portefeuilles depuis le lancement de leur compartiment particulier.

Vers la fin du mois de juin, le comité d'investissement a analysé l'opportunité d'un rééquilibrage tactique en raison d'une volatilité toujours en hausse au sein des marchés financiers, des conséquences d'un éventuel « Grexit », des récentes hausses des taux d'intérêt ainsi que d'une bourse chinoise en chute depuis début juin. Un tel rééquilibrage tactique aurait été à ce moment tout à fait admissible étant donné que le quota des actions monde dépassait légèrement sa marge interne supérieure tandis que le quota au niveau des obligations libellées en euros se situait légèrement en-dessous de sa marge interne inférieure.

Néanmoins, le comité d'investissement décida de maintenir le statu quo, ceci pour plusieurs raisons. D'une manière générale et dans une perspective macro-économique et de politique monétaire, le Fonds de compensation semblait plutôt être bien positionné. De plus, la structure actuelle du Fonds de compensation, avec son concept de rééquilibrage, ne permet que marginalement de piloter la volatilité à court terme. Plus spécifiquement, il n'y avait pas d'indicateurs alarmants pointant vers une accélération de la hausse des taux d'intérêt. En cas de hausse des taux, la légère sous-pondération des obligations libellées en euros devrait même être bénéfique pour le Fonds de compensation. En ce qui concerne les actions, il n'y avait pas de signes indiquant une correction lourde, sauf événement géopolitique majeur ou sortie incontrôlée de la Grèce de la zone euro. Certes, à court terme la volatilité pourrait augmenter mais à long terme le scénario d'une bonne tenue des marchés des actions face aux autres alternatives de placement semblait s'indiquer. Dans cette optique, il n'y avait donc pas de raison d'agir au niveau de la surpondération existante auprès des actions monde à ce stade.

Jusqu'à la fin de l'année, les quotas d'investissement se situaient très proches des quotas stratégiques de sorte que d'autres repositionnements tactiques ne figuraient pas à l'ordre du jour.

### 2.2. Politique d'investissement socialement responsable

En cours d'année, le Fonds de compensation a posé sa candidature auprès de la Luxembourg Fund Labelling Agency (LuxFLAG) afin de se voir attribuer leur label ESG pour le compartiment géré par le



gérant de portefeuilles NN Investment Partners au niveau de la classe d'actifs des actions monde. L'agence de labellisation internationale et indépendante LuxFLAG vise à promouvoir les secteurs de l'investissement responsable et durable en attribuant des labels transparents. Le but est de donner une assurance que les actifs d'un fonds d'investissement labellisé sont réellement investis de manière responsable.

A cette fin, le compartiment en question a dû répondre à des critères d'éligibilité spécifiques définis par des comités d'éligibilité indépendants composés d'analystes, d'académiciens et d'experts de l'industrie. Fin septembre 2015, le comité de direction de LuxFLAG a décerné son label ESG audit compartiment.

En parallèle, le Fonds de compensation a mis à jour à deux reprises sa liste d'exclusion portant sur les sociétés ne respectant pas les conventions internationales ratifiées par le Grand-Duché de Luxembourg. Les sociétés identifiées sont en conséquence exclues de l'univers d'investissement autorisé de tous les compartiments de la SICAV. En outre, plusieurs réunions et échanges de vues quant aux récents développements au niveau de l'investissement socialement responsable ont eu lieu entre le Fonds de compensation et différents prestataires de service spécialisés dans ce domaine.

A rappeler qu'une adhésion éventuelle du Fonds de compensation aux Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) de l'Organisation des Nations-Unies est en suspens depuis fin 2013, notamment en raison d'inquiétudes soulevées par certains fonds de pension concernant la gouvernance des organes impliqués dans le processus décisionnel de l'Organisation des Nations-Unies. Or, ce n'est que depuis peu qu'une série de nouvelles politiques ont été adoptées par ladite organisation pour remédier à cette situation et ainsi le Fonds de compensation a voulu donner priorité à l'obtention du label ESG de la part de LuxFLAG.

## 2.3. Investissements dans l'immobilier

### Investissements immobiliers indirects

Après avoir analysé tout au long de 2014 et en début de 2015 les opportunités, risques et contraintes liés à la classe d'actifs relative à l'immobilier monde, prévue à hauteur de 3,5% dans la stratégie d'investissement du Fonds de compensation, le conseil d'administration a finalement approuvé le lancement d'une telle classe d'actifs lors de sa réunion de fin mai. Rappelons que l'implémentation de cette classe d'actifs permettra de diversifier le risque obligataire et des actions, de participer aux marchés immobiliers globaux et de profiter de la croissance des différents pays, de ne

plus être exposé aux seuls aléas du marché immobilier luxembourgeois ainsi que de se protéger, sur le long terme, contre l'inflation.

Par la suite, un appel d'offres a été lancé en début du mois d'août visant l'attribution de deux mandats de gestion d'actifs, chacun pour un montant indicatif de 250 millions d'euros, et d'un mandat de réserve.

Sept offres ont été reçues alors que vingt-cinq sociétés différentes avaient demandé les documents de consultation dans le délai imparti. A la fin du processus d'évaluation des offres, une recommandation du comité d'investissement sur le classement final des soumissionnaires a été validée unanimement par le conseil d'administration en fin d'année. Ainsi, les gérants de portefeuilles suivants sont sortis lauréats de l'appel d'offres :

- Aviva Investors Global Services Limited (mandat effectif)
- CBRE Global Investment Partners Limited (mandat effectif)
- UBS Global Asset Management (mandat de réserve).

Les mandats de gestion de portefeuille ont été signés avec lesdits gérants au cours du mois de janvier 2016. Les souscriptions initiales dans les deux nouveaux compartiments sont prévues pour la fin du premier trimestre 2016, après la mise-à-jour et l'approbation du document d'émission de la SICAV et de la directive du conseil d'administration du Fonds de compensation par l'autorité de tutelle respective.

### Investissements immobiliers directs

Au sujet des investissements immobiliers directs au Luxembourg, les deux grands projets en voie de finalisation, à savoir la construction de l'Immeuble Administratif Kirchberg (IAK) et la rénovation avec assainissement énergétique de l'immeuble Carrefour, ont bien avancé.

Au niveau de l'IAK, un contrat de bail a été signé fin 2015 avec la Banque européenne d'investissement pour une durée de neuf ans. Ledit contrat a pris effet le 1<sup>er</sup> janvier 2016 et porte sur l'intégralité de la superficie locative composée de bureaux et d'archives faisant respectivement 21.402 m<sup>2</sup> et 1.763 m<sup>2</sup> ainsi que de 144 emplacements de stationnement sis dans les sous-sols. Dans ce contexte, la dernière phase du projet visant la finalisation des aménagements locatifs a encore été mise en œuvre fin 2015 de sorte que l'emménagement de la Banque européenne d'investissement est prévu pour l'été 2016.

En ce qui concerne l'immeuble Carrefour, les travaux d'assainissement ont considérablement progressé au cours de 2015. Ainsi, le premier trimestre 2015

a essentiellement été consacré à l'assainissement par zones, la mise hors service des techniques et le démontage des ascenseurs. Au second trimestre, les travaux d'adaptation du gros-œuvre et des maçonneries, le démontage des éléments de façade en béton lavé, l'adaptation de la structure en béton et le démontage des châssis ont été visés. Finalement, les travaux d'étanchéité et de montage des châssis ont débuté au troisième trimestre de cette année et devraient être finis pour fin mai 2016. La fin du chantier est toujours attendue pour le quatrième trimestre 2016. D'ailleurs, une promesse de bail portant sur 12 ans et une partie importante de l'immeuble en question a été signée fin 2015 avec un établissement financier de la place, à savoir la Société Générale Bank & Trust.

Au niveau du projet plus récent du Fonds de compensation, en l'occurrence celui de la Cité de la sécurité sociale, le choix concernant le site le plus approprié pour réaliser un projet d'une telle envergure s'est porté sur un terrain d'environ deux hectares situé dans le quartier Gare de la Ville de Luxembourg. Ce site est déjà partiellement propriété du Fonds de compensation, l'autre propriétaire étant l'Etat. Dans cette optique, une étape importante a été franchie en décembre 2015 avec la signature d'un acte de cession entre l'Etat et le Fonds de compensation. Ainsi, l'Etat a cédé une parcelle constructible d'une superficie de 76,78 ares au prix de 90 millions d'euros au Fonds de compensation. Lors d'une première phase, un immeuble administratif y sera implanté à destination des institutions de la sécurité sociale logées actuellement dans l'Office des assurances sociales ainsi qu'au Service de santé au travail multisectoriel représentant ensemble environ 1000 postes de travail.

Le développement de la Cité de la sécurité sociale se fera en phases successives sur une période prévisible d'une quinzaine d'années. Au terme de la deuxième phase de construction, débutant prévisionnellement en 2020, la Caisse nationale d'assurance pension, le

Fonds de compensation ainsi que la Caisse nationale des prestations familiales rejoindront la Cité de la sécurité sociale.

Enfin, la troisième et dernière phase du projet sera réalisée par l'Etat pour ses propres besoins. Elle portera sur la démolition du bâtiment du Centre de technologies et d'information de l'Etat, suivie de la reconstruction d'un complexe d'immeubles administratifs.

Pour mener ce projet de grande ampleur, le Fonds de compensation, en sa qualité de maître d'ouvrage, a lancé en avril 2015 un appel à candidatures pour une consultation rémunérée d'urbanisme et d'architecture. Parmi les vingt équipes composées d'architectes, urbanistes et paysagistes ayant répondu à l'appel d'offres, cinq ont été sélectionnées par un jury d'architectes et d'experts indépendants et en conséquence invitées à présenter un projet répondant à un cahier des charges bien précis.

Le 16 décembre 2015, le jury a procédé au classement des trois meilleurs projets. Le conseil d'administration du Fonds de compensation a approuvé ce classement et le projet de l'association de bureaux suivante a donc été confirmé lauréat de la consultation rémunérée :

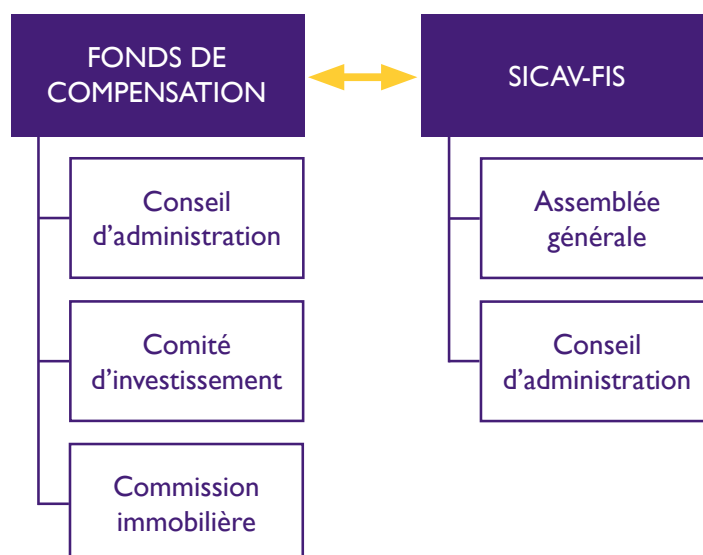
- Scheuven + Wachten (Dortmund)
- Architecture et Environnement (Luxembourg)
- BLK 2 Böge Lindner K2 Architekten (Hambourg)
- Breimann & Bruun GmbH & Co.KG Landschaftsarchitekten (Hambourg).

Finalement, le Fonds de compensation a encore acquis au cours d'année un site industriel situé à Diekirch d'une superficie de plusieurs hectares et de suite conclu un contrat de bail à long terme avec l'exploitant actuel du site en question.

### 3. INSTANCES DIRIGEANTES ET GOUVERNANCE

Le conseil d'administration, assisté par le comité d'investissement et la commission immobilière, forme l'instance dirigeante du Fonds de compensation. La gouvernance de la SICAV, une société d'investissement à capital variable - fonds d'investissement spécialisé

établie sous la forme d'une société anonyme, est assurée par son conseil d'administration et son assemblée générale dont les modalités sont spécifiées dans les statuts de la société et au sein de la législation luxembourgeoise relative aux sociétés commerciales.



#### 3.1. Le conseil d'administration du Fonds de compensation

Le conseil d'administration du Fonds de compensation se compose de quatre délégués assurés, quatre délégués employeurs, trois membres désignés par le Gouvernement en conseil et par le président du comité directeur de la Caisse nationale d'assurance pension, fonctionnaire d'État, ce dernier assurant la présidence du conseil d'administration. Pour chaque membre effectif, il y a un membre suppléant. Le mode de désignation des délégués employeurs et assurés ainsi que de leurs suppléants est déterminé par règlement grand-ducal.

Le conseil d'administration représente et gère le Fonds de compensation dans toutes les affaires qui n'ont pas été expressément attribuées par la loi et les règlements à d'autres organes.

Ainsi, il :

- établit les statuts du Fonds de compensation ;
- établit les directives concernant les principes et règles de gestion du patrimoine ;
- statue sur le budget annuel ;
- statue sur le décompte annuel des recettes et dépenses ainsi que sur le bilan.

Le conseil d'administration peut également instituer des commissions et recourir au service d'experts. Notons que les décisions ci-dessus sont soumises à l'approbation du ministre ayant la Sécurité sociale dans ses attributions, sur avis de l'Inspection générale de la sécurité sociale.

En 2015, le conseil d'administration a tenu dix réunions et à deux reprises les membres ont été invités à prendre position par consultation écrite.

#### 3.2. Le comité d'investissement du Fonds de compensation

Le comité d'investissement du Fonds de compensation a accompagné la mise en place de la SICAV et assiste désormais régulièrement le conseil d'administration en préparant les décisions d'investissement.

Le comité se compose du délégué du président du Fonds de compensation, d'un délégué employeur, d'un délégué assuré et de trois membres externes désignés par le conseil d'administration en fonction de leurs compétences et expériences dans le domaine financier.

Le comité d'investissement a siégé à onze reprises en 2015.

### 3.3. La commission immobilière du Fonds de compensation

Conformément à l'article 263, alinéa 5 du Code de la sécurité sociale, le conseil d'administration a institué en 2010 une commission spécifique, intitulée « commission immobilière », chargée de préparer les décisions du conseil d'administration en matière de patrimoine immobilier direct et d'accompagner le conseil d'administration dans la gestion de ce même patrimoine. Elle est composée de deux délégués employeurs, de deux délégués assurés, du président du Fonds de compensation et d'un membre de l'administration même du Fonds de compensation.

La commission immobilière s'est réunie deux fois durant 2015.

### 3.4. L'assemblée générale de la SICAV

Les statuts fixent que l'associé unique de la société, agissant à travers le conseil d'administration du Fonds de compensation, exerce tous les pouvoirs dévolus à l'assemblée générale des actionnaires.

La législation nationale en matière de sociétés commerciales fixe les modalités s'appliquant aux assemblées générales de sociétés anonymes. En résumé, celle-ci prévoit de manière générale que l'assemblée générale des actionnaires a les pouvoirs les plus étendus pour faire ou ratifier tous les actes qui intéressent la société.

En 2015, l'assemblée générale annuelle de la SICAV s'est tenue en date du 20 avril.

### 3.5. Le conseil d'administration de la SICAV

Les membres effectifs du conseil d'administration du Fonds de compensation et les membres externes du comité d'investissement composent le conseil d'administration de la SICAV. La présidence est assurée par le président du Fonds de compensation.

Les pouvoirs propres du conseil d'administration de la SICAV sont définis dans les statuts de la société. Ceux-ci prévoient de manière générale que le

conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus larges pour accomplir tous les actes de disposition et d'administration dans l'intérêt de la société.

Le conseil d'administration de la SICAV a siégé une fois en 2015, ceci en date du 20 avril.

### 3.6. Les gérants de portefeuilles de la SICAV au 31 décembre 2015

#### Obligations libellées en euros – gestion active :

- Allianz Global Investors GmbH (France Branch), Paris
- BNP Paribas Asset Management, Paris
- Amundi S.A., Paris

#### Obligations libellées en euros – gestion indexée :

- Credit Suisse AG, Zurich

#### Obligations marchés émergents – gestion active :

- Pictet Asset Management Limited, Londres

#### Obligations marchés émergents – gestion indexée :

- UBS Asset Management (UK) Limited, Londres

#### Obligations monde – gestion active :

- Natixis Asset Management, Paris
- Franklin Templeton Investment Management Limited, Londres
- Wellington Management International Limited, Londres

#### Obligations monde – gestion indexée :

- BlackRock Investment Management (UK) Limited, Londres

#### Actions monde à petite capitalisation – gestion active :

- Allianz Global Investors GmbH (UK Branch), Londres

#### Actions monde à petite capitalisation – gestion indexée :

- BlackRock Investment Management (UK) Limited, Londres

#### Actions marchés émergents – gestion active :

- Dimensional Fund Advisors Limited, Londres
- AllianceBernstein Limited, Londres

#### Actions marchés émergents – gestion indexée :

- State Street Banque S.A., Paris

Actions monde – gestion indexée :

- State Street Banque S.A., Paris

Actions monde – gestion active :

- Kleinwort Benson Investors Dublin Limited, Dublin
- J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Londres
- NN Investment Partners Asset Management B.V., La Haye

Fonds monétaires libellés en euros – gestion active :

- AXA Investment Managers Paris S.A., Paris
- Amundi S.A., Paris

**3.7. La banque dépositaire et l'administration centrale de la SICAV au 31 décembre 2015**

- Citibank International plc (Luxembourg Branch)  
Atrium Business Park  
31, Z.A. Bourmicht  
L-8070 Bertrange

**3.8. Le réviseur d'entreprises de la SICAV au 31 décembre 2015**

- Deloitte Audit  
Société à Responsabilité Limitée  
560, rue de Neudorf  
L-2220 Luxembourg

**3.9. Le conseil d'administration du Fonds de compensation au 31 décembre 2015**

	Représentants de l'Etat	Représentants employeurs	Représentants assurés
Membres effectifs	M. Robert KIEFFER <i>Président</i> M. Fernand LEPAGE M. Jean OLINGER M. Claude SEYWERT	M. Claude BIZJAK <sup>1</sup> M. Serge DE CILLIA M. Armand GOBBER M. Marc HENGEN	M. Gabriel DI LETIZIA M. Carlos PEREIRA M. René PIZZAFERRI M. Jean-Marie SCHNEIDER
Membres suppléants	M. Marc FRIES M. Claude RUME M. Paul HILDGEN M. Jean-Paul JUCHEM	M. Thierry NOTHUM M. François ENGELS M. Marc WAGENER M. Marc GROSS	M. Paul DE ARAUJO M. Fernand GALES M. Angelo ZANON Mme Micky GRULMS

**3.10. Le comité d'investissement du Fonds de compensation au 31 décembre 2015**

M. Marc FRIES <i>Président délégué</i>	M. Serge DE CILLIA <i>Représentant employeurs</i>	M. René PIZZAFERRI <i>Représentant assurés</i>	M. André BIRGET M. Marc FLAMMANG Dr. Yves WAGNER <i>Experts externes</i>
---	--	---	---

**3.11 Le conseil d'administration de la SICAV au 31 décembre 2015**

M. Robert KIEFFER <i>Président</i>	M. André BIRGET M. Claude BIZJAK <sup>2</sup> M. Serge DE CILLIA M. Gabriel DI LETIZIA M. Marc FLAMMANG	M. Armand GOBBER M. Marc HENGEN M. Fernand LEPAGE M. Jean OLINGER M. Carlos PEREIRA	M. René PIZZAFERRI M. Jean-Marie SCHNEIDER M. Claude SEYWERT Dr. Yves WAGNER <i>Administrateurs</i>
---------------------------------------	---	---	---

<sup>1</sup> Nommé à partir du 23 février 2015, en remplacement de M. Gary KNEIP, démissionnaire.

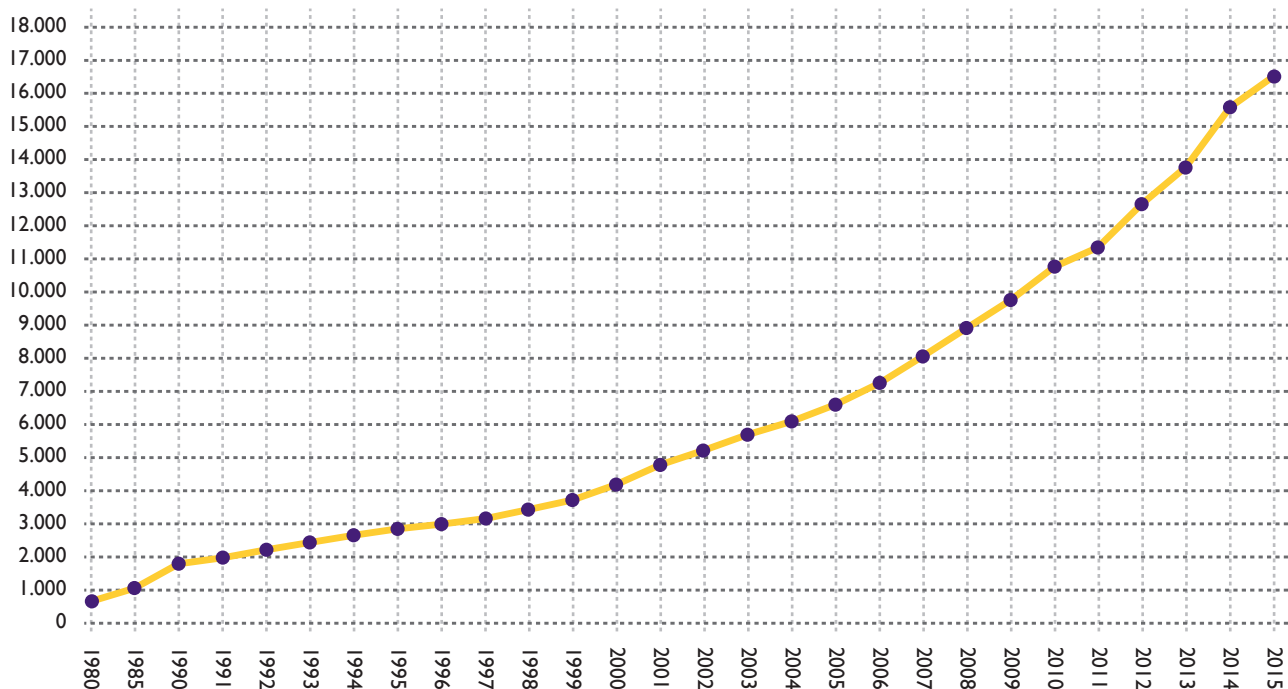
<sup>2</sup> Selon agrément de la CSSF du 21 mai 2015, en remplacement de M. Gary KNEIP, démissionnaire.

## 4. RESULTATS DU FONDS DE COMPENSATION

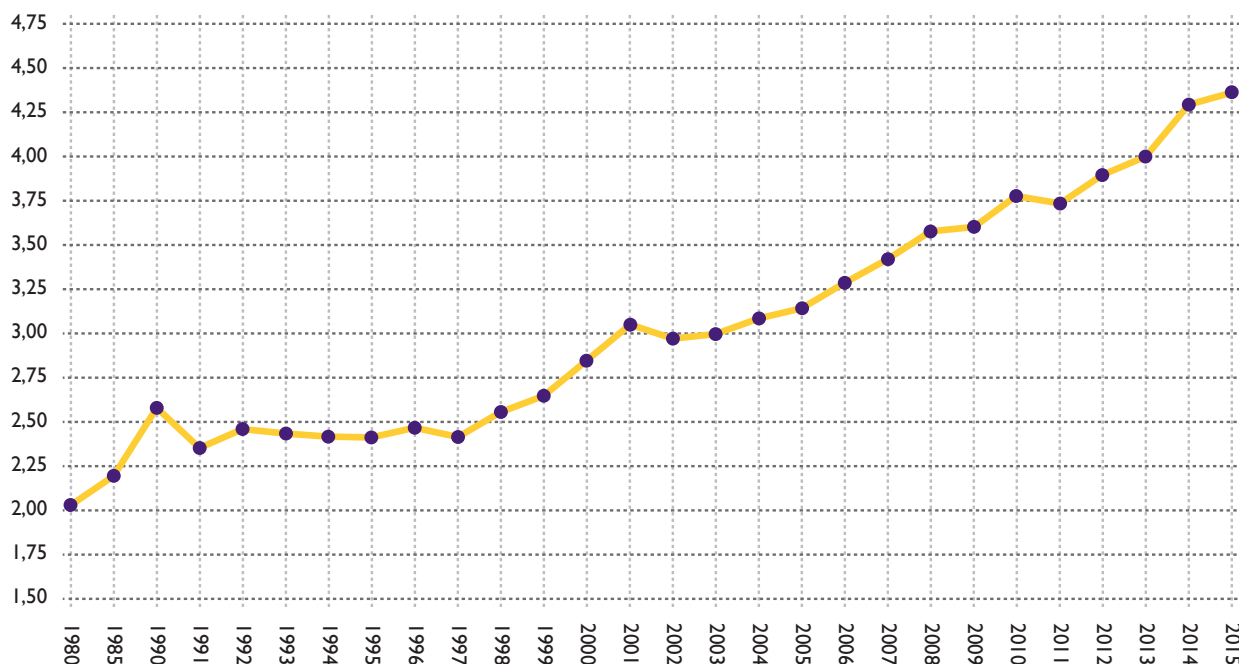
Au 31 décembre 2015, la réserve globale du régime général d'assurance pension a atteint 16,54 milliards d'euros, soit une augmentation de 926 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2014. Comparée au montant d'environ 3,78 milliards

d'euros de dépenses en prestations à charge du régime, la réserve globale a représenté 4,37 fois le montant des prestations annuelles en fin d'année, multiple en hausse de 0,08 par rapport à l'année précédente.

*Montant absolu de la réserve de compensation au 31 décembre (en millions d'euros)*



*Niveau relatif de la réserve de compensation au 31 décembre (en multiples des prestations annuelles)*



La réserve de compensation a été gérée à raison de 15,81 milliards d'euros par le Fonds de compensation et le solde de 728 millions d'euros par la Caisse nationale d'assurance pension.

La réserve du Fonds de compensation a été investie à raison de 14,28 milliards d'euros dans la SICAV. Le solde d'environ 1,53 milliard d'euros est composé d'actions de la Société nationale des

habitations à bon marché, du portefeuille immobilier direct détenu au Luxembourg, du stock de prêts, de placements à court terme sur le marché monétaire, de la trésorerie ainsi que du solde entre comptes créditeurs et comptes débiteurs représentant essentiellement des cotisations à recevoir de la part du Centre commun de la sécurité sociale et non encore disponibles pour placement.

#### Répartition de la réserve de compensation gérée par le Fonds de compensation au 31 décembre 2015

Classe d'actifs	SICAV	Hors SICAV	Total	Total (%)
Placements en actions	5.519.556.252	12.640.000	5.532.196.252	34,99
Placements en obligations	7.506.673.602	/	7.506.673.602	47,47
Placements monétaires	1.256.197.470	333.500.000	1.589.697.470	10,05
Placements immobiliers	/	391.676.715	391.676.715	2,48
Prêts	/	243.442.771	243.442.771	1,54
Trésorerie et intérêts courus	/	4.117.049	4.117.049	0,03
Solde créditeur/débiteur	/	544.267.859	544.267.859	3,44
<b>Total</b>	<b>14.282.427.324</b>	<b>1.529.644.394</b>	<b>15.812.071.718</b>	<b>100</b>

En comparaison avec les quotas stratégiques de l'allocation cible<sup>3</sup>, les quotas des actifs du Fonds de compensation ont présenté en fin d'année des

surpondérations au niveau des placements monétaires et en actions, ceci au détriment des classes d'actifs des placements immobiliers et en obligations.

#### Total des actifs et déviations au 31 décembre 2015<sup>4</sup>

Classe d'actifs	Total	Total (%)	Stratégie cible (%)	Déviations (%)
Placements en actions	5.532.196.252	36,23	32,50	3,73
Placements en obligations (prêts inclus)	7.750.116.373	50,76	54,00	-3,24
Placements monétaires (trésorerie et intérêts courus inclus)	1.593.814.519	10,44	5,00	5,44
Placements immobiliers	391.676.715	2,57	8,50	-5,93
<b>Total</b>	<b>15.267.803.859</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	

Les revenus générés par la gestion de la réserve de compensation se sont élevés à environ 538 millions d'euros desquels il faut retrancher les frais de fonctionnement du Fonds de compensation d'un montant de 8,57 millions d'euros. Il en résulte un revenu net de la fortune de plus de 529 millions d'euros, en baisse de 927 millions d'euros par rapport à l'année 2014. Cette baisse du revenu est principalement due au rendement plus modéré de la SICAV au cours de l'année sous revue par rapport au rendement exceptionnel de 2014.

Le taux de rendement du Fonds de compensation a été de 3,50%, soit une baisse de 7,46% par rapport à l'exercice précédent. Ce rendement se situe en-dessous du rendement minimum cible du Fonds de compensation fixé de par sa stratégie d'investissement à 3,80%, sachant que ce dernier se base principalement sur des hypothèses d'inflation et de taux de croissance des salaires réels au Luxembourg beaucoup plus élevées que les niveaux effectivement observés aux cours de l'année 2015.

<sup>3</sup> Allocation cible telle que définie dans la stratégie d'investissement révisée de 2013.

<sup>4</sup> Omission faite du solde créditeur/débiteur lequel n'est pas pris en compte au niveau de la stratégie d'investissement.



## Revenu net de la fortune et taux de rendement au 31 décembre

Année	Réserve de compensation	Revenu net de la fortune	Taux de rendement (%) <sup>5</sup>
2005	4.793.417.544	36.842.512	
2006	5.490.205.334	159.818.181	3,16
2007	6.394.688.811	215.267.363	3,69
2008	7.340.027.582	152.510.027	2,25
2009 <sup>6</sup>	8.115.235.363		
2009	8.985.912.430	353.593.974	4,22
2010	9.960.821.980	520.929.660	5,65
2011	10.500.513.881	85.821.826	0,84
2012	11.794.019.969	871.461.809	8,14
2013	13.105.309.096	677.424.352	5,59
2014	14.926.522.556	1.456.029.071	10,96
2015	15.812.071.718	529.313.489	3,50

### 4.1. Résultat de la SICAV

En 2015, la SICAV a réalisé une plus-value de quelque 503 millions d'euros, ce qui correspond à un taux de rendement de 3,80%. Ce résultat a permis de surperformer l'indice de référence stratégique de 0,32%. Cette surperformance est en premier

lieu attribuable à l'allocation tactique, dont surtout la surpondération existante tout au long de 2015 au niveau de la classe d'actifs des actions monde. Néanmoins, par rapport au résultat extraordinaire de 11,87% de fin 2014, le rendement est en baisse de plus de 8%.

## Plus-value et taux de rendement au 31 décembre

Année	Plus-value	Taux de rendement de la SICAV (%)	Taux de rendement de l'indice de référence stratégique (%)	Déviations (%)
2007	46.900.031	1,10	0,99	0,11
2008	125.024.555	2,20	-7,46	9,66
2009	312.835.441	4,57	10,46	-5,89
2010	481.142.971	5,98	7,95	-1,97
2011	53.243.473	0,61	1,14	-0,54
2012	840.351.992	8,92	9,30	-0,38
2013	655.231.706	6,09	5,55	0,54
2014	1.435.169.340	11,87	12,02	-0,15
2015	503.117.813	3,80	3,48	0,32

Pourtant, l'année avait bien débuté en continuant sur sa lancée entamée en 2014 de sorte que les marchés mondiaux des actions et des obligations ont continué à évoluer très positivement en début d'année. C'est notamment la zone euro qui a connu une très forte progression, le faible niveau du prix du pétrole, l'expansion du programme de rachat de titres souverains par la Banque centrale européenne et la faiblesse de l'euro favorisant les exportations ayant été les raisons principales à la base de cette

croissance. Au Japon, les mêmes observations ont pu être faites tandis que les marchés américains ont moins bien évolué, ceci surtout en raison de l'appréciation du dollar américain.

A partir du deuxième trimestre, les marchés financiers ont commencé à s'affaiblir, entre autres à cause du changement de Gouvernement en Grèce, changement ayant fait évaporer la confiance fragile des investisseurs et ayant aggravé davantage

<sup>5</sup> Formule de calcul du taux de rendement du Fonds de compensation :  $2 \times U / (V_f + V_i - U)$  avec U = revenu net, V<sub>f</sub> = valeur à la fin de l'exercice et V<sub>i</sub> = valeur au début de l'exercice.

<sup>6</sup> Bilan d'ouverture au 1<sup>er</sup> janvier 2009 du Fonds de compensation. Un bilan d'ouverture a dû être dressé en raison de l'entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2009 de la loi sur le statut unique impliquant le transfert de certains actifs au Fonds de compensation.



la situation économique hellénique. De plus, les premières anticipations quant à un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis par la Réserve fédérale se sont fait sentir.

Les mois suivants étaient caractérisés par des incertitudes diverses et une volatilité accrue au sein des marchés financiers. Celles-ci étaient notamment causées par un grand nombre de pays émergents en difficultés, une Chine en perte de vitesse quant à la croissance de son économie ainsi que la chute du prix du pétrole. A cela s'ajoutaient un environnement économique américain dominé par la question du relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale et un environnement économique européen marqué par une Banque centrale européenne laissant entrevoir encore de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

Néanmoins, les marchés des obligations, à l'exception de celui des marchés émergents, se sont stabilisés au cours du troisième trimestre, tandis que les marchés des actions ont continué leur baisse jusqu'au quatrième trimestre. En revanche, c'est notamment le marché obligataire relatif aux pays émergents qui a connu un certain rebondissement au début du quatrième trimestre, tout comme les marchés des actions en général.

Malgré cet environnement complexe et défiant, les actions monde et les actions monde à petite capitalisation ont toutefois progressé sur toute l'année de respectivement plus de 10% et 12%. Ces deux classes d'actifs témoignaient d'ailleurs parfaitement de la volatilité accrue au sein des marchés financiers tout au long de 2015, le premier trimestre ayant été euphorique avec une croissance moyenne pondérée de presque 15%, suivi d'une douche froide au deuxième et surtout au troisième trimestre avec une performance moyenne pondérée négative de presque 9% pour finalement se rattraper au cours du quatrième trimestre.

Dans ce contexte, le rendement consolidé des quatre gérants de portefeuilles en charge de la classe d'actifs des actions monde se chiffrait à 10,33% en 2015, ce qui correspondait à une légère sous-performance par rapport à l'indice de référence stratégique. Plus spécifiquement, seulement un des trois gérants actifs a pu battre son indice de référence, ceci de 2,05% et en raison de sa stratégie d'investissement intégrant des critères ESG. En effet, cette intégration

résultait entre autres dans une sous-pondération des secteurs de l'énergie et des matières premières ayant particulièrement été sous pression tout au long de 2015. Les deux autres gérants de portefeuilles, suite à un effet de sélectivité de titres négatif, ont sous-performé l'indice de référence de respectivement 1,01% et 2,06%.

En ce qui concerne les actions monde de sociétés à petite capitalisation, le gérant de portefeuilles actif a réalisé une performance de 14,13%, surperformant ainsi son indice de référence de plus de 3%. Ce résultat s'explique par une judicieuse sélection de titres, en particulier au niveau des secteurs des industries, des technologies de l'information et de la communication et des biens de consommation. La surpondération du secteur de la santé au détriment des secteurs de l'énergie et des services publics a également contribué à cette surperformance. En complément, le gérant en charge du mandat à gestion indexée a également pu générer un rendement positif ayant permis de dépasser l'indice de référence. Consolidée, cette classe d'actifs a donc présenté un rendement en fin d'année de 12,62%, soit une surperformance de 1,57% par rapport à l'indice de référence stratégique.

Suite aux rendements réjouissants de 2014, les actions des pays émergents présentaient en 2015 des résultats beaucoup plus décevants avec une performance annuelle négative de 5,99% et une sous-performance de 0,76% par rapport à l'indice de référence stratégique. Ce sont surtout la chute des prix du pétrole et d'autres matières premières et le ralentissement de la croissance chinoise qui ont pesé lourd depuis le deuxième trimestre. Bien qu'aucun des deux gérants de portefeuilles actifs n'ait réussi à dépasser son indice de référence, une seule sous-performance a pu être qualifiée de significative. Cette dernière s'explique en majeure partie par le biais « value » dans la stratégie d'investissement dudit gérant, style de gestion ayant nettement moins bien performé en 2015 que le style « growth ». Notons encore que le gérant de portefeuilles en charge du mandat indexé a surperformé son indice de référence de 0,63%. Ce résultat provient essentiellement du troisième trimestre au cours duquel le gérant en question a sous-pondéré la Russie et le secteur de l'énergie.

Par conséquent et tous marchés confondus, les actions ont affiché une performance annuelle de 8,01%, égalisant ainsi l'indice de référence stratégique.

Similaire aux actions, les obligations relatives aux marchés émergents ont affiché une performance négative, ceci de 4,69%. L'allocation stratégique du gérant de portefeuilles actif, dont surtout sa décision de sous-pondérer le rouble russe et le real brésilien, a été payante et il a ainsi pu battre son indice de référence de 1,38%. En revanche, le gérant du mandat indexé a perdu 33 points de base par rapport à l'indice en question.

En zone euro et au cours du premier semestre, la situation de la Grèce entraînait une baisse généralisée des prix des emprunts souverains impactant négativement la performance de la classe d'actifs des obligations libellées en euros. Néanmoins, les prix se sont stabilisés par la suite, voire ont légèrement augmenté ce qui a engendré un léger rattrapage au niveau de cette classe d'actifs. De ce fait, les quatre gérants de portefeuilles des obligations libellées en euros ont pu dégager une performance de 0,99%, performance en ligne avec l'indice de référence stratégique. Le seul gérant ayant surperformé l'indice de référence avait opté pour une duration modifiée plus courte que celle de l'indice de référence, ce qui lui avait permis de générer un excès de 48 points de base. Dans ce contexte, il est à noter que les trois gérants de portefeuilles actifs en place depuis le lancement de cette classe d'actifs en 2007 ont tous devancé la performance cumulée de l'indice de référence.

Dans un contexte où le marché des obligations monde était principalement préoccupé par les incertitudes quant au moment du premier relèvement des taux d'intérêt depuis 2006 par la Réserve fédérale, les gérants de portefeuilles en charge de la classe d'actifs des obligations monde ont réussi à dégager une performance de 1,02%. En comparaison, l'indice de référence stratégique a ainsi pu être dépassé de 38 points de base. Les trois gérants actifs ont tous réalisé un résultat relatif positif et celui qui avait déjà généré le meilleur résultat en 2014 a su défendre sa première place en 2015, ceci notamment par une gestion active des devises surexposant le dollar américain par rapport à l'euro. En effet, l'euro avait déjà perdu 12% par rapport au dollar en 2014 et cette baisse s'est poursuivie en 2015 à hauteur de 7%.

De telle manière, le résultat consolidé des obligations s'élevait à 0,72% alors que l'indice de référence stratégique correspondant affichait une performance de 0,57%.

Finalement et compte tenu de taux d'intérêt même négatifs à court terme, les fonds monétaires ont présenté des résultats très modérés avec une performance consolidée de 8 points de base, soit une surperformance de 16 points de base par rapport à l'indice de référence stratégique.

#### Taux de rendement par classe d'actifs au 31 décembre 2015

Classe d'actifs	Taux de rendement classe d'actifs (%)	Taux de rendement indice de référence stratégique (%)	Déviation (%)
Total SICAV	3,80	3,48	0,32
Total Fonds monétaires	0,08	-0,08	0,16
Total Obligations	0,72	0,57	0,15
Obligations libellées en euros	0,99	1,06	-0,07
Obligations monde	1,02	0,64	0,38
Obligations marchés émergents	-4,69	-5,23	0,54
Total Actions	8,01	8,01	0,00
Actions monde	10,33	10,43	-0,10
Actions monde à petite capitalisation	12,62	11,05	1,57
Actions marchés émergents	-5,99	-5,23	-0,76

Au niveau du total des coûts imputables à la SICAV, le ratio du total des frais sur encours<sup>7</sup> de

0,18% n'a pas changé par rapport à 2014.

<sup>7</sup> Le ratio du total des frais sur encours permet de connaître le coût de gestion d'un fonds de placement. Il est calculé en divisant le total des coûts par la valeur nette d'inventaire moyenne des actifs gérés.

*Total des frais sur encours au 31 décembre*

Année	Actions (%)	Obligations (%)	Fonds monétaires (%)	SICAV (%)
2009	0,28	0,16	0,06	0,10
2010	0,23	0,16	0,07	0,14
2011	0,21	0,13	0,07	0,14
2012	0,22	0,13	0,08	0,15
2013	0,23	0,14	0,08	0,17
2014	0,25	0,14	0,08	0,18
2015	0,25	0,14	0,08	0,18

## 4.2. Résultat des prêts

### Les prêts hypothécaires aux particuliers

L'attribution et la gestion des prêts hypothécaires étaient longtemps régies sur base d'un règlement interne jadis approuvé par le comité directeur de l'ancienne Caisse de pension des employés privés. Ce règlement a été repris par le conseil d'administration du Fonds de compensation au 1<sup>er</sup> janvier 2009 et prévoyait des conditions très restrictives quant à l'attribution de nouveaux prêts et des conditions financières plutôt favorables étant donné que le taux de base s'alignait au taux social fixé par le Gouvernement en conseil, majoré de 0,25% à partir de la 12<sup>ème</sup> année d'amortissement.

Au courant de l'année 2009, le conseil d'administration a procédé à une réforme de ce règlement. Les conditions applicables sur les montants et les surfaces ont été élargies tandis que les conditions relatives à la capacité de remboursement des emprunteurs

sont devenues plus restrictives. Ainsi, le taux débiteur s'aligne désormais au taux de refinancement de la Banque centrale européenne, augmenté d'une marge de 1,50%. La majoration de 0,25% à partir de la 12<sup>ème</sup> année d'amortissement a été supprimée. Ce nouveau règlement est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> septembre 2009 et les prêts accordés jusqu'au 31 août 2009 ont continué à bénéficier des conditions financières précédemment en vigueur.

Au 31 décembre 2015, le capital restant dû pour cette catégorie de prêts s'élevait au total à quelque 80 millions d'euros répartis sur 2.030 prêts dont les remboursements s'effectuent par échéances semestrielles. La moyenne du taux de base appliqué aux prêts hypothécaires du Fonds de compensation en 2015 a été de 2,00% et aucun nouveau capital n'a été prêté au cours de cette même année. Comme pour les années précédentes, le volume de ces prêts a continué à baisser. D'autre part, presque 85% du stock existant arrivera à échéance finale au cours des dix prochaines années.

*Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2015*

	Nombre/Montant	Variation année précédente (%)
Nombre de prêts	2.030	-13,6
Capital restant dû	79.776.951	-20,4

*Répartition des prêts par échéance finale au 31 décembre 2015*

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	56,0
5 - 10 ans	28,0
10 - 15 ans	13,7
15 - 20 ans	2,3

### Les prêts au secteur privé

En fin d'année, le capital restant dû pour cette catégorie de prêts s'est élevé à quelques 213.000 euros répartis sur neuf prêts dont les remboursements s'effectuent par échéances trimestrielles. Au cours de

2015, un seul prêt est venu à échéance finale et un prêt a été remboursé de manière anticipée sachant qu'il n'y a pas eu de nouveaux prêts. Le taux d'intérêt appliqué a été de 3,875% tout au long de l'année 2015. D'ailleurs, quasi 90% de ces prêts viendront à échéance finale au cours de la prochaine période quinquennale.

### Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2015

	Nombre/Montant
Nombre de prêts	9
Capital restant dû	212,738

### Répartition des prêts par échéance finale au 31 décembre 2015

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	88,9
5 - 10 ans	11,1

### Les prêts aux institutions publiques

Au 31 décembre 2015, les six prêts aux institutions publiques du Fonds de compensation, accordés en majeure partie à des institutions d'utilité publique et dont les modes de remboursement prévus divergent entre échéances mensuelles, semestrielles et annuelles, ont présenté un capital restant dû

d'environ 163 millions d'euros. Le taux d'intérêt appliqué à ces dossiers diffèrait d'un prêt à l'autre et se situait en 2015 entre 0,27% et 8,50%. Pendant 2015, deux prêts sont venus à échéance finale et aucun nouveau capital n'a été prêté. Finalement, au cours des prochaines cinq années, 50% de ces prêt viendront à échéance finale.

### Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2015

	Nombre/Montant
Nombre de prêts	6
Capital restant dû	163.453.082

### Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2013

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	50
5 - 10 ans	50

### Le taux de rendement

Au cours de 2015, l'ensemble des prêts a dégagé un total de revenus de 5,16 millions d'euros et a généré environ 455.000 euros de charges, soit un revenu net total de 4,7 millions d'euros et un taux de rendement de l'ordre de 1,78%, rendement donc en baisse de 17 points de base par rapport

à 2014. Cette baisse de rendement s'explique tout simplement par la diminution du capital engagé de presque 15% par rapport à l'année précédente. Les prêts au secteur privé ont présenté le taux de rendement le plus élevé, ce dernier s'étant situé à 5,22%. Les prêts hypothécaires ainsi que les prêts aux institutions publiques ont affiché des rendements de respectivement 1,83% et 1,74%.

### Taux de rendement au 31 décembre 2015

Catégorie de prêt	Revenu net <sup>8</sup>	Taux de rendement (%) <sup>9</sup>
Prêts hypothécaires aux particuliers	1.647.496	1,83
Prêts au secteur privé	31.293	5,22
Prêts aux institutions publiques	3.024.588	1,74
<b>Total</b>	<b>4.703.377</b>	<b>1,78</b>

<sup>8</sup> Les revenus nets correspondent aux revenus totaux (intérêts, intérêts de retard et autres revenus) diminués des charges totales (masse salariale relative au service des prêts, frais informatiques ainsi qu'autres frais d'instruction et décharges).

<sup>9</sup> Formule de calcul du taux de rendement des prêts :  $2 \cdot U / (V_f + V_i - U)$  avec U = revenu net,  $V_f$  = valeur à la fin de l'exercice et  $V_i$  = valeur au début de l'exercice.

### 4.3. Résultat du patrimoine immobilier

Le patrimoine immobilier du Fonds de compensation est composé d'immeubles proprement dits, d'un site industriel, d'un terrain à bâtir, de plusieurs emplacements de stationnement ainsi que

d'appartenances forestières d'une surface totale de 650 hectares. La valeur nette au 31 décembre 2015 de ce patrimoine immobilier, dont l'intégralité se situe au Grand-Duché de Luxembourg, s'est chiffrée à environ 391 millions d'euros.

#### Valeur nette du patrimoine immobilier au 31 décembre 2015

Valeur terrains	Valeur constructions	Valeur totale (terrains + constructions)	Amortissement cumulé	Valeur nette (valeur totale – amortissement cumulé)
145.627.794	368.310.566	513.938.360	122.261.646	391.676.714

En fin d'année, les biens immobiliers du Fonds de compensation comprenaient au total vingt-six immeubles d'une surface locative totale de presque 99.000 m<sup>2</sup>. Quasi 90% de ces immeubles étaient loués tout au long de l'exercice 2015. En raison du caractère plutôt hétérogène du portefeuille des immeubles du Fonds de compensation, les catégories de locataires

variaient largement d'un immeuble à l'autre. Tandis que les petites surfaces étaient plutôt affectées de baux commerciaux ou d'habitation privée, les grandes superficies satisfaisaient majoritairement à des besoins administratifs (étatiques ou supranationaux) ou privés (de services bancaires, financiers ou d'assurance).

#### Catégorie de locataire au 31 décembre 2015<sup>10</sup>

Catégorie de locataire	Surface locative (m <sup>2</sup> )	Surface locative (%)
Institutions de la sécurité sociale	28.900	29,20
Etat	28.245	28,24
Organismes supranationaux	20.000	20,21
Banques et Assurances	12.119	12,25
Habitations privées	5.453	5,51
Commerces	4.081	4,12
Administrations commerciales	168	0,17
<b>Total</b>	<b>98.966</b>	<b>100,00</b>

### Le taux de rendement

Au cours de l'année 2015, l'ensemble du patrimoine immobilier a affiché des revenus totaux de 22,6 millions d'euros, des charges d'environ 2,6 millions d'euros et un total de dotations à l'amortissement de 5,46 millions d'euros, soit donc un revenu net total de 14,54 millions d'euros et un

taux de rendement de 5,87%<sup>11</sup>. Comparé à l'année précédente, ce rendement est en légère baisse de 57 points de base, baisse principalement attribuable à l'absence de loyer due à la rénovation globale avec assainissement énergétique de l'immeuble Carrefour et une augmentation générale des frais de gestion du patrimoine immobilier.

<sup>10</sup> Hors site industriel situé à Diekirch acquis en 2015.

<sup>11</sup> Il s'agit d'un rendement annuel comptable. Le rendement annuel comptable est obtenu en divisant les revenus (revenus sur immeubles, terrains et appartenances forestières ainsi que, le cas échéant, bénéfices de réalisation sur immeubles), diminués des charges (frais d'exploitation et autres charges telles que frais d'experts et d'études et frais de contentieux) et des dotations à l'amortissement, par la valeur nette au début de l'exercice. Le loyer annuel de 1.137.308 euros perçu pour la location du site industriel situé à Diekirch n'a pas été pris en compte dans le calcul du rendement étant donné que le site en question ne figurait pas à l'actif du bilan du Fonds de compensation au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

## 5. BILAN 2015

COMPTE	ACTIF	31.12.2015	31.12.2014
2211	Terrains	145.627.793,92	31.922.883,65
2213	Immeubles et constructions	367.678.759,35	331.326.510,18
2214	Transformations	631.807,39	633.958,50
2221	Installations techniques et machines / équipements techniques	494.873,74	494.873,74
2234	Autres installations et mobilier / biens meubles	154.360,21	154.360,21
281	Amortissements sur constructions	-122.261.646,29	-116.801.395,47
282	Amortissements sur installations techniques et machines	-494.873,74	-494.873,74
283	Amortissements sur mobilier	-154.360,21	-152.978,51
<b>22/28</b>	<b>Immobilisations corporelles, amortissements</b>	<b>391.676.714,37</b>	<b>247.083.338,56</b>
<b>23</b>	<b>Immobilisations financières</b>	<b>243.442.771,06</b>	<b>285.849.373,56</b>
<b>2</b>	<b>Comptes d'actifs immobilisés</b>	<b>635.119.485,43</b>	<b>532.932.712,12</b>
4110	Frais d'administration	1.222.486,25	2.656.753,26
4114	Cotisations	531.778.613,74	557.491.824,36
4115	Intérêts	17.897,05	17.542,53
<b>41</b>	<b>Créances envers des organismes liés (Débiteurs)</b>	<b>533.018.997,04</b>	<b>560.166.120,15</b>
4220	Loyer immeubles	88.783,35	73.281,74
4221	Loyer parking	705,00	665,00
4225	Charges locatives	150.462,79	168.286,92
4231	Prêts	6.908.637,47	7.972.130,04
4280	Acquéreur bois et autres	51.307,57	26.137,77
<b>42</b>	<b>Autres créances (Débiteurs)</b>	<b>7.199.896,18</b>	<b>8.240.501,47</b>
<b>43</b>	<b>Créances envers l'Etat et les collectivités publiques</b>	<b>21.510,73</b>	<b>0,00</b>
<b>46</b>	<b>Dettes fiscales et dettes envers la sécurité sociale</b>	<b>358.091,01</b>	<b>996.662,39</b>
4810	Régul. Déb. / Frais d'administration	3.863,54	3.246,47
4818	Régul. Déb. / Solde CCSS	12.442.626,81	13.115.429,20
4819	Régul. Déb. / Divers payés d'avance	99.044,16	120.133,92
484	Comptes transitoires ou d'attente - Actif	71.902,24	22.621,00
<b>48</b>	<b>Comptes de régularisation</b>	<b>12.617.436,75</b>	<b>13.261.430,59</b>
<b>4</b>	<b>Comptes de tiers</b>	<b>553.215.931,71</b>	<b>582.664.714,60</b>
50	Valeurs mobilières	14.295.067.324,00	13.486.080.937,71
512/4	Comptes courants et chèques postaux	4.113.286,98	4.217.510,76
513	Comptes à terme	333.500.000,00	326.000.000,00
591	Intérêts courus sur avoirs bancaires	2.218,48	11.866,67
592	Intérêts courus sur prêts émis	1.543,90	4.797,40
<b>5</b>	<b>Comptes financiers</b>	<b>14.632.684.373,36</b>	<b>13.816.315.112,54</b>
	<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	<b>15.821.019.790,50</b>	<b>14.931.912.539,26</b>

COMPTE	PASSIF	31.12.2015	31.12.2014
13800000	Réserve de compensation	15.812.071.717,52	14.926.522.555,85
<b>13</b>	<b>Réserves</b>	<b>15.812.071.717,52</b>	<b>14.926.522.555,85</b>
<b>18</b>	<b>Provisions</b>	<b>1.015.400,82</b>	<b>891.228,19</b>
<b>1</b>	<b>Comptes de capitaux, provisions et dettes financières</b>	<b>15.813.087.118,34</b>	<b>14.927.413.784,04</b>
4510	Frais d'administration	42.254,05	42.096,82
<b>45</b>	<b>Dettes envers des organismes liés (Créditeurs)</b>	<b>42.254,05</b>	<b>42.096,82</b>
<b>46</b>	<b>Dettes fiscales et dettes envers la sécurité sociale</b>	<b>55.192,02</b>	<b>14.184,51</b>
4711	Dépôts et cautionnements reçus	901.620,37	1.152.122,53
4718	Prêts et autres dettes diverses	155.284,38	134.127,08
<b>47</b>	<b>Autres dettes (Créditeurs)</b>	<b>1.056.904,75</b>	<b>1.286.249,61</b>
4820	Régul. Créd. / Frais d'administration	6.663.980,38	3.068.880,72
4823	Régul. Créd. / Loyers et Charges perçus d'avance Immeubles	47.653,55	18.075,80
485	Comptes transitoires ou d'attente - Passif	66.687,41	69.267,76
<b>48</b>	<b>Comptes de régularisation</b>	<b>6.778.321,34</b>	<b>3.156.224,28</b>
<b>4</b>	<b>Comptes de tiers</b>	<b>7.932.672,16</b>	<b>4.498.755,22</b>
	<b>TOTAL DU PASSIF</b>	<b>15.821.019.790,50</b>	<b>14.931.912.539,26</b>



## 6. COMPTE D'EXPLOITATION 2015

COMPTE	DEPENSES	31.12.2015	31.12.2014
602	Frais d'exploitation	891,81	782,61
603	Frais de fonctionnement	356.476,62	291.715,80
<b>60</b>	<b>Frais d'administration</b>	<b>357.368,43</b>	<b>292.498,41</b>
<b>64</b>	<b>Décharges et restitutions de cotisations</b>	<b>8.655,33</b>	<b>4.643,70</b>
<b>65</b>	<b>Frais de gestion du patrimoine</b>	<b>2.598.817,53</b>	<b>1.873.282,72</b>
<b>66</b>	<b>Charges financières</b>	<b>1.801,60</b>	<b>5.050,13</b>
<b>67</b>	<b>Dotations aux provisions et amortissements</b>	<b>5.603.322,01</b>	<b>5.622.095,31</b>
<b>69</b>	<b>Dépenses diverses</b>	<b>0,28</b>	<b>1.075,56</b>
	<b>Total des dépenses courantes</b>	<b>8.569.965,18</b>	<b>7.798.645,83</b>
81001380	Dotation à la réserve de compensation	885.549.161,67	1.821.213.460,29
	<b>TOTAL DES DEPENSES</b>	<b>894.119.126,85</b>	<b>1.829.012.106,12</b>

COMPTE	RECETTES	31.12.2015	31.12.2014
7303	Transferts - Fonds de compensation	356.215.167,14	365.147.677,71
<b>73</b>	<b>Transferts entre ISS</b>	<b>356.215.167,14</b>	<b>365.147.677,71</b>
<b>74</b>	<b>Revenus sur immobilisations</b>	<b>23.702.706,68</b>	<b>21.934.544,58</b>
770	Revenus sur valeurs mobilières	0,00	0,00
771	Revenus sur comptes et dépôts	48.529,58	245.692,00
772	Revenus sur prêts	5.135.732,15	6.419.768,88
775	Bénéfice de réalisation	0,00	44.469,82
777	Ecart de réévaluation	508.986.384,43	1.435.169.340,08
779	Intérêts de retard sur prêts	10.101,62	13.901,94
<b>77</b>	<b>Produits financiers</b>	<b>514.180.747,78</b>	<b>1.441.893.172,72</b>
<b>79</b>	<b>Recettes diverses</b>	<b>20.505,25</b>	<b>36.711,11</b>
	<b>Total des recettes courantes</b>	<b>894.119.126,85</b>	<b>1.829.012.106,12</b>
	<b>TOTAL DES RECETTES</b>	<b>894.119.126,85</b>	<b>1.829.012.106,12</b>





FONDS DE COMPENSATION  
34, AVENUE DE LA PORTE-NEUVE  
L-2227 LUXEMBOURG

ADRESSE POSTALE  
B.P. 538  
L-2015 LUXEMBOURG