



RAPPORT ANNUEL 2014



FONDS DE COMPENSATION
34-40, AVENUE DE LA PORTE-NEUVE
L-2227 LUXEMBOURG

ADRESSE POSTALE
B.P. 538
L-2015 LUXEMBOURG

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	4
1. MARCHES FINANCIERS EN 2014	5
2. RAPPORT D'ACTIVITES	7
3. INSTANCES DIRIGEANTES ET GOUVERNANCE	9
3.1. Le conseil d'administration du Fonds de compensation	9
3.2. Le comité d'investissement du Fonds de compensation	9
3.3. La commission immobilière du Fonds de compensation	10
3.4. L'assemblée générale de la SICAV	10
3.5. Le conseil d'administration de la SICAV	10
3.6. Les gérants de portefeuilles de la SICAV au 31 décembre 2014	10
3.7. La banque dépositaire et l'administration centrale de la SICAV au 31 décembre 2014	11
3.8. Le réviseur d'entreprises de la SICAV au 31 décembre 2014	11
3.9. Le conseil d'administration du Fonds de compensation au 31 décembre 2014	12
3.10. Le comité d'investissement du Fonds de compensation au 31 décembre 2014	12
3.11. Le conseil d'administration de la SICAV au 31 décembre 2014	12
4. RESULTATS DU FONDS DE COMPENSATION	13
4.1. Le résultat de la SICAV	15
4.2. Le résultat des prêts	18
4.3. Le résultat du patrimoine immobilier	20
5. BILAN 2014	21
6. COMPTE D'EXPLOITATION 2014	23

AVANT-PROPOS

A l'instar de l'exercice 2012, le Fonds de compensation a réalisé en 2014 un résultat exceptionnel. Cependant, avec un taux de rendement annuel de 10,96% et avec un revenu net de la fortune de 1.456 millions d'euros le résultat de 2012 a été largement dépassé (respectivement 8,14% et 871 millions d'euros).

Ce résultat se détache sur un arrière-fond de croissance économique mondiale modérée et sur un niveau international de taux d'intérêt extrêmement bas. C'est certainement en raison de la diversification mondiale poussée de ses investissements que le Fonds de compensation a su tirer profit des évolutions divergentes, notamment en ce qui concerne la croissance du marché boursier américain et en ce qui concerne l'impact de la réduction des taux d'intérêt sur les prix de ses obligations.

Ainsi les compartiments des actions ont réalisé un taux de rendement de 18,26%, face à un taux de 9,50% pour les compartiments obligataires et seulement un taux de 0,33% pour les compartiments monétaires.

Au niveau de sa stratégie d'investissement, le Fonds de compensation a analysé au cours de l'exercice 2014 les opportunités, les risques, les contraintes et les modalités pratiques d'application d'un investissement dans l'immobilier international. Cette extension de l'univers d'investissement permettra une diversification accrue des placements du Fonds de compensation. Une politique d'implémentation de cette catégorie d'actifs au moyen de fonds immobiliers a été élaborée et sera mise en exécution en 2015 après approbation du conseil d'administration.

Robert KIEFFER
Président du Fonds de compensation

I. MARCHES FINANCIERS EN 2014

Alors que l'environnement économique en 2014 est resté assez léthargique, les marchés financiers ont pu bénéficier des baisses de taux importantes en Europe et, de façon inattendue, aux Etats-Unis et d'une hausse importante de la bourse américaine et du dollar américain. Les bourses européennes et émergentes ont subi d'importantes volatilités. Le prix du pétrole a connu une baisse considérable qui aura des effets bienvenus sur la croissance et l'inflation. Le Fonds de compensation a tiré pleinement profit de cet environnement et a pu terminer son année avec un résultat très positif de presque 11%, son meilleur résultat depuis sa création.

Economie

La croissance économique mondiale, après la crise globale de 2008 et la crise européenne de 2011, reste faible et inégale. Si les Etats-Unis font figure de locomotive un peu isolée, la plupart des pays développés sont en état d'essoufflement. Les pays émergents révèlent leurs vulnérabilités, particulièrement s'ils sont fournisseurs de matières premières ou structurellement immatures.

La croissance en zone euro reste bloquée, prise dans l'étau d'une faiblesse de la demande du consommateur privé touché par le chômage, l'absence de perspective de hausse salariale et d'une pression fiscale en augmentation, d'une frilosité de l'investissement des entreprises en manque de confiance ou écrasées par les charges et de dépenses étatiques soumises aux strictes règles définies par l'Union européenne. La politique de crédit des banques européennes reste contrainte par les nouvelles exigences régulatrices et, jusqu'octobre, par la revue par la Banque centrale européenne de leur qualité d'actifs de bilan. Les éléments de contexte positifs, à savoir les taux bas, la baisse de l'euro, la baisse du prix du pétrole ou les perspectives du plan d'investissement européen (plan « Juncker ») sont de date trop récente pour avoir pu influencer en 2014 sur les chiffres économiques. La proximité de théâtres géopolitiques (Ukraine et Grèce) et les menaces terroristes diverses n'ont guère contribué à soutenir la confiance des opérateurs.

La croissance aux Etats-Unis a été robuste, comme illustré par la baisse du chômage à 5,5%. A noter cependant quelques faiblesses au niveau du taux de participation au marché de l'emploi et la qualité des emplois nouvellement créés. La reprise immobilière semble plafonner. La consommation profite des taux bas, des effets de richesse et, récemment, du surplus de pouvoir d'achat venant de la baisse du prix du pétrole. Le monde des entreprises reste dynamique et innovateur. La baisse dramatique du prix du pétrole crée, dans le secteur concerné, une crise qui reste cependant cantonnée. Si la période de stimulus monétaire par injection de liquidités a touché à sa fin, la politique de taux très bas se poursuivra cependant jusque mi-2015 et sans doute au-delà sauf surprise quant à la dynamique de croissance.

La situation des pays émergents est très disparate. Certains pays sont bénéficiaires de la baisse des prix du pétrole et des matières premières, à l'image de l'Inde. D'autres, comme le Brésil, sont nettement perdants et révèlent dans l'environnement actuel des fragilités structurelles à dépasser. La Chine se trouve sur une trajectoire économique impliquant une moindre dépendance des exportations et des grands projets d'investissement, souvent très consommateurs en ressources et négatifs du point de vue environnemental, et par contre une plus forte orientation vers la consommation privée et les services, mieux régulés et plus transparents, mais finalement affichant aussi une moindre croissance.

Marchés

Taux

Dans un environnement européen de léthargie économique et sans inflation, les taux d'intérêt de la zone euro sont entrés dans une spirale baissière. La Banque centrale européenne, s'inquiétant des risques de déflation et de l'absence de croissance du crédit au secteur privé, a mis en place des programmes de refinancement long terme spécifiques et une rémunération négative sur les excès de liquidités bancaires. Suivra en 2015 et jusque septembre 2016 un programme

d'achat d'actifs par la Banque centrale européenne pour refler son bilan. La chasse au rendement par les investisseurs a contribué à un resserrement des « spreads » des obligations d'émetteurs de qualité.

Les taux des obligations américaines ont baissé sur l'ensemble des échéances, malgré la fin des achats obligataires (« quantitative easing ») par la Réserve fédérale en automne 2014, corrigeant ainsi une hausse excessive et prématurée en 2014 de la première annonce par la banque centrale américaine qu'elle pourrait entamer la fin de ses interventions. Le segment « high yield » américain a subi une correction suite à la baisse massive du prix du pétrole affectant les firmes exposées.

Il va de soi que cet environnement de taux d'intérêt en baisse était tout à fait bénéfique au portefeuille obligataire du Fonds de compensation. Ainsi, les prix des obligations détenues ont connu une hausse significative et la plupart des gérants en charge des compartiments obligataires ont opté pour une duration plutôt élevée en substituant des titres de courte échéance à des titres dont la maturité est plus longue afin de maximiser l'impact de cette hausse des prix.

Bourse

Le comportement des bourses européennes en 2014 a été médiocre et volatile, malgré les taux bas, reflétant la fragilité de la croissance européenne, tandis que le marché boursier américain a connu une excellente performance dans tous les segments, hormis le secteur énergétique et celui des matières premières. Sachant que neuf des dix plus grandes entreprises mondiales en terme de capitalisation sont américaines et que les entreprises américaines sont représentées à raison de plus de 50% dans la valeur boursière de l'indice de référence associé aux compartiments relatifs aux actions monde de la SICAV du Fonds de compensation, le résultat exceptionnel du Fonds de compensation s'explique également par l'évolution très positive de l'économie américaine.

André BIRGET
Expert externe du comité d'investissement

2. RAPPORT D'ACTIVITES

Allocation tactique et flux

Tout au long de 2014, les quotas d'investissement étaient proches des quotas stratégiques de la SICAV du Fonds de compensation. Néanmoins et dans un souci d'augmenter le rendement de la réserve de compensation par une réduction des liquidités souffrant du niveau très bas des taux d'intérêt et de profiter des premiers signes de stabilisation au niveau des marchés émergents, il a été décidé fin mai de procéder à un apport de nouvelles liquidités au sein de la SICAV ainsi que d'effectuer un rééquilibrage tactique entre certaines classes d'actifs de cette dernière.

Ainsi, 300 millions d'euros ont été souscrits début juin dans les quatre compartiments obligataires libellés en euros, à savoir 50 millions d'euros dans chacun des trois compartiments actifs et 150 millions d'euros dans le compartiment à gestion indexée.

Parallèlement, le quota monétaire de la SICAV a été réduit au profit des obligations monde ainsi que des actions et obligations relatives aux marchés émergents. Plus précisément, 600 millions d'euros ont été rachetés au niveau des deux compartiments monétaires pour être investis à raison de 100 millions d'euros dans chacun des quatre compartiments obligataires monde, 50 millions d'euros dans chacun des deux compartiments obligataires relatifs aux marchés émergents et 50 millions d'euros dans chacun des deux compartiments des actions relatives aux marchés émergents.

Ces opérations ont également permis de réduire les minimales déviations encore apparentes fin mai par rapport à la stratégie d'investissement en diminuant la surpondération présente au niveau des fonds monétaires d'environ 5% et la sous-pondération existante au niveau des obligations du même pourcentage.

Politique d'investissement socialement responsable

A rappeler que depuis 2013, le Fonds de compensation est en contact régulier avec des responsables de l'Organisation des Nations-Unies pour s'informer au sujet des conditions requises pour devenir signataire des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI). Cet engagement constituerait, au-delà du compartiment existant de la SICAV déjà géré exclusivement d'après des critères dits ESG, une étape supplémentaire dans la volonté du Fonds de compensation de renforcer la promotion de pratiques d'investissement socialement responsable et l'intégration de ces dernières dans sa gestion d'actifs. Cependant, suite à la décision de plusieurs fonds de pension nordiques importants de ne plus faire partie de la liste des signataires, ceci notamment pour des inquiétudes concernant la gouvernance des organes impliqués dans le processus décisionnel de l'Organisation des Nations-Unies, le dossier est resté en suspens en attendant à ce que cette dernière ait entrepris toutes les démarches nécessaires pour remédier à cette situation.

Conjointement, 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 ainsi identifiées sont en conséquence exclues de l'univers d'investissement autorisé de la SICAV.

Investissements dans l'immobilier

Actuellement, la stratégie d'investissement du Fonds de compensation prévoit un quota d'une classe d'actifs « immobilier monde » de 3,5%. En vue d'une implémentation de cette classe d'actifs, les opportunités, risques et contraintes liés à cette catégorie d'investissement ainsi que les différentes formes d'implémentation d'une telle classe d'actifs ont été discutés et analysés au cours de 2014 lors de multiples réunions par l'administration du Fonds de compensation, le comité d'investissement ainsi que le conseil d'administration. Finalement, il a été retenu, sous réserve d'approbation par le conseil d'administration, de procéder à l'implémentation d'une telle classe d'actifs via des investissements dans des fonds immobiliers non cotés. Les fonds immobiliers cible seront choisis par des gérants immobiliers indépendants lesquels seront sélectionnés par le Fonds de compensation à l'issue d'un appel d'offres. Ce dernier sera encore lancé en 2015 et portera

sur deux mandats au nom de la SICAV existante du Fonds de compensation. En effet, 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.

En ce qui concerne le patrimoine immobilier direct du Fonds de compensation détenu au Luxembourg, les deux grands projets en cours, à savoir la construction de l'Immeuble Administratif Kirchberg (IAK) et la rénovation avec assainissement énergétisé de l'immeuble Carrefour, ont avancé dans les délais impartis.

Ainsi, les travaux au niveau de l'Immeuble Administratif Kirchberg devraient être achevés au cours du premier semestre 2015. Dans ce contexte, des négociations avec un locataire potentiel pour l'ensemble du site et à long terme ont été entamées dès le début de l'année 2014. Un document de synthèse définissant les termes généraux au sujet de la prise en location a été signé entre les parties concernées au cours du troisième trimestre 2014.

En ce qui concerne l'immeuble Carrefour, tous les locataires s'étaient engagés à quitter les lieux pour la fin de l'année de sorte que tous les préparatifs au lancement du chantier ainsi que l'installation du chantier ont pu être terminés en 2014. Les premiers travaux d'assainissement sont donc planifiés pour janvier 2015, tandis que la fin du chantier est attendue pour le quatrième trimestre 2016.

Finalement, un projet d'envergure a été entamé en 2014. En effet, le Fonds de compensation était depuis 2013 à la recherche d'un terrain situé sur le territoire de la Ville de Luxembourg pour construire un nouvel immeuble se substituant à l'Office des assurances sociales, immeuble situé à Hollerich devenu obsolète.

Dans ce contexte, le Conseil de gouvernement a approuvé en juillet 2014 de céder au Fonds de compensation plusieurs parcelles de terrain d'une surface totale de 76,78 ares sises dans le quartier de la gare de Luxembourg. Dans une première phase, le Fonds de compensation projette de réaliser sur ce terrain, réservé par le plan d'aménagement général de la Ville de Luxembourg aux édifices et installations d'intérêt public, d'ici 2018 un immeuble administratif pour les besoins des administrations de la sécurité sociale occupant actuellement l'immeuble à Hollerich.

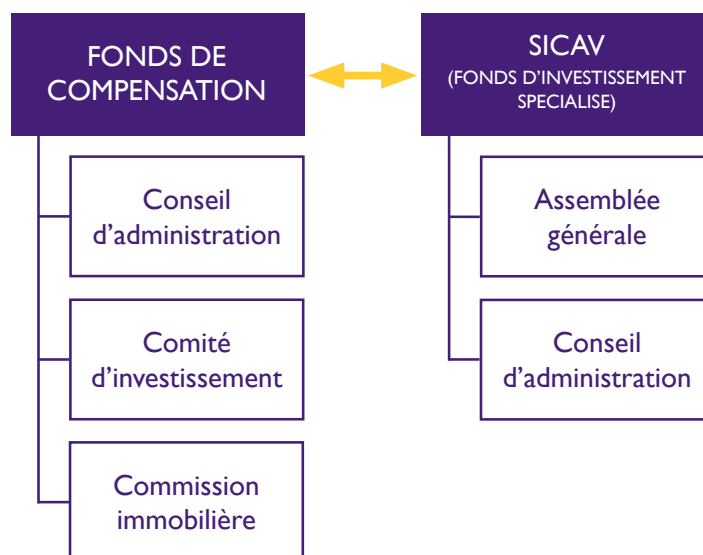
Sachant que le Fonds de compensation est déjà propriétaire d'un terrain voisin hébergeant actuellement l'Office des publications de l'Union européenne et vu que l'Etat est propriétaire du terrain sur lequel est actuellement situé le Centre des technologies de l'information de l'Etat ainsi que d'un terrain adjacent sur le même site, une deuxième et troisième phase de ce projet immobilier d'envergure prévoient la réalisation, en commun, d'une véritable Cité de la sécurité sociale réunissant toutes les institutions et administrations de la sécurité sociale ainsi que certaines administrations étatiques sur un lieu unique dans le quartier de la gare de Luxembourg.

Dans ce contexte, les préparatifs pour lancer une consultation urbanistique et architecturale ont été entamés de sorte que celle-ci devrait aboutir en fin d'année 2015. Plus précisément, cette consultation portera sur la conception de la structure urbanistique et des espaces libres pour le site entier ainsi que sur la conception architecturale de la première phase du projet.

Il y a lieu de relever que par cette opération, le Fonds de compensation réalisera un investissement à long terme sur le marché immobilier luxembourgeois, se rapprochant ainsi de l'objectif retenu par sa stratégie d'investissement visant à investir une quote-part de 5% dans l'immobilier au Luxembourg.

3. INSTANCES DIRIGEANTES ET GOUVERNANCE

Le conseil d'administration, assisté par le comité d'investissement, forme l'instance dirigeante du Fonds de compensation. La gouvernance de la SICAV 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 en outre 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 :

- a) établit les statuts du Fonds de compensation ;
- b) établit les directives concernant les principes et règles de gestion du patrimoine ;
- c) statue sur le budget annuel ;
- d) 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 2014, le conseil d'administration a tenu sept réunions et à trois 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 président du Fonds de compensation ou de son délégué, d'un délégué employeur, d'un délégué assuré et de trois membres externes désignés par le conseil d'administration du Fonds de compensation en fonction de leurs compétences et expériences dans le domaine financier.

Le comité d'investissement a siégé à onze reprises en 2014.

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 désigné de l'administration même du Fonds de compensation.

La commission immobilière s'est réunie cinq fois durant 2014.

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 2014, l'assemblée générale annuelle de la SICAV s'est tenue en date du 23 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 comité directeur de la Caisse nationale d'assurance pension.

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 2014, ceci en date du 23 avril.

3.6. Les gérants de portefeuilles de la SICAV au 31 décembre 2014

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 Global 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 Limited, Dublin
- J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Londres
- ING Asset Management B.V., La Haye

Fonds monétaires libellés en euros – gestion active :

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

3.7. La banque dépositaire et l'administration centrale de la SICAV au 31 décembre 2014

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

3.8. Le réviseur d'entreprises de la SICAV au 31 décembre 2014

- 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 2014

	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. Serge DE CILLIA M. Armand GOBBER M. Marc HENGEN M. Thierry NOTHUM	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. 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 2014

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>
---	--	---	---

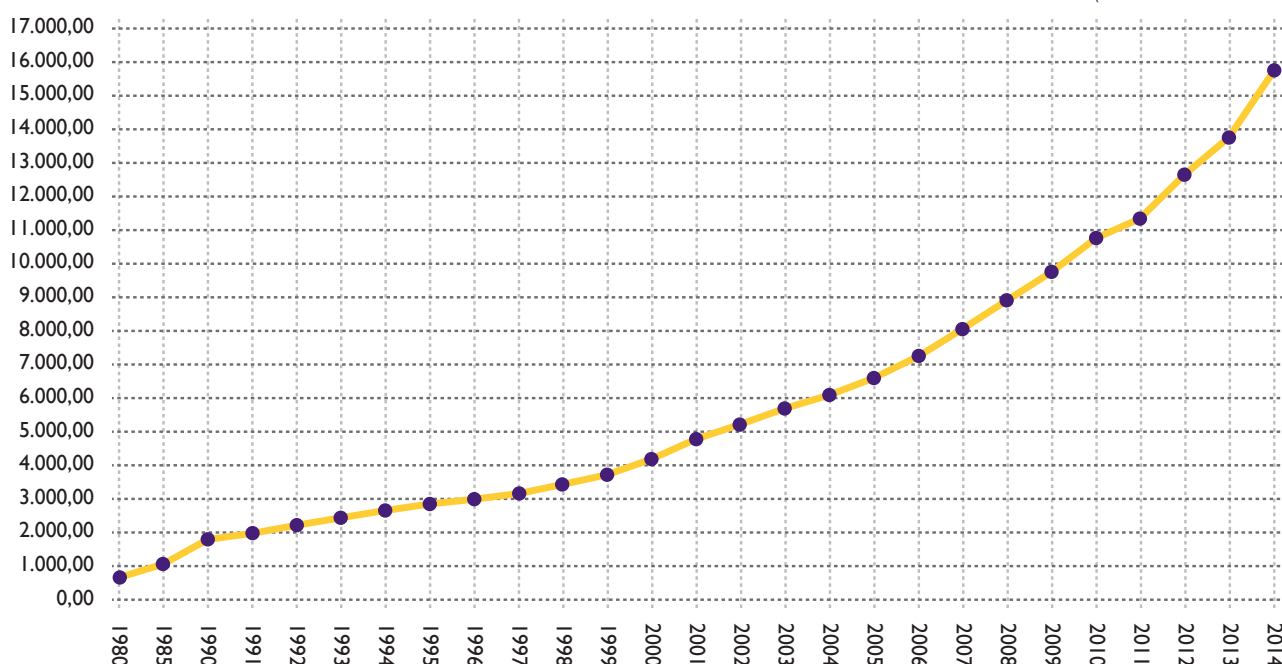
3.11 Le conseil d'administration de la SICAV au 31 décembre 2013

M. Robert KIEFFER <i>Président</i>	M. André BIRGET 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>
---------------------------------------	--	---	---

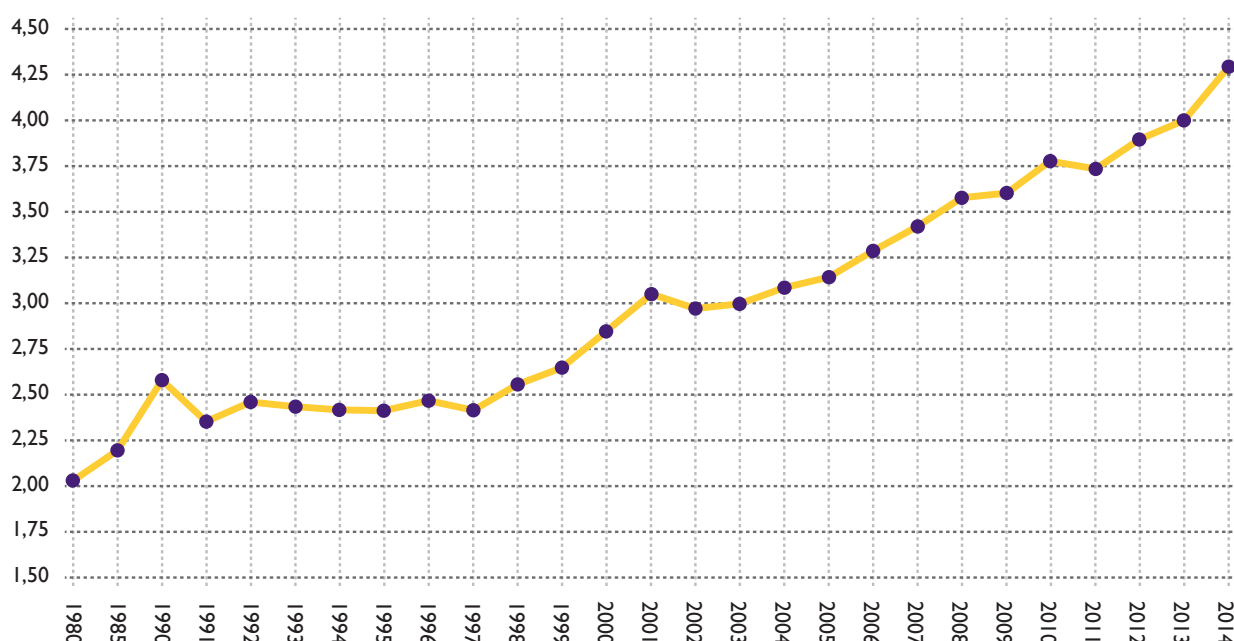
4. RESULTATS DU FONDS DE COMPENSATION

Au 31 décembre 2014, la réserve globale du régime général d'assurance pension a atteint 15,61 milliards d'euros, soit une augmentation de 1,86 milliard d'euros par rapport au 31 décembre 2013. Comparée au montant de presque 3,64 milliards d'euros de dépenses en prestations à charge du régime, la réserve globale a représenté 4,29 fois le montant des prestations annuelles en fin d'année, multiple donc en hausse de 0,29 par rapport à l'année précédente.

*Montant absolu de la réserve de compensation au 31 décembre 2014
(en millions d'euros)*



*Niveau relatif de la réserve de compensation au 31 décembre 2014
(en multiples des prestations annuelles)*



La réserve de compensation a été gérée à raison de 14,93 milliards d'euros par le Fonds de compensation et le solde de 688 millions d'euros par la Caisse nationale d'assurance pension.

La réserve du Fonds de compensation a été investie à raison de 13,48 milliards d'euros dans la SICAV. Le solde d'environ 1,45 milliard d'euros est composé des actions de la Société nationale des habitations à bon marché détenues hors SICAV, du portefeuille immobilier, du stock de prêts, des 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 2014

Classe d'actifs	SICAV (€)	Hors SICAV (€)	Total (€)	Total (%)
Placements en actions	5.512.726.529	6.771.429	5.519.497.958	36,98
Placements en obligations	7.011.089.869	0	7.011.089.869	46,97
Placements monétaires	955.493.113	326.000.000	1.281.493.113	8,59
Placements immobiliers	0	247.083.339	247.083.339	1,66
Prêts	0	285.849.374	285.849.374	1,92
Trésorerie et intérêts courus	0	4.234.175	4.234.175	0,03
Solde créditeur/débiteur	0	577.274.730	577.274.730	3,87
Total	13.479.309.511	1.447.213.045	14.926.522.556	100

En comparaison avec les quotas stratégiques de l'allocation cible¹, les quotas des actifs du Fonds de compensation ont présenté en fin d'année des surpondérations minimales 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 2014²

Classe d'actifs	Total (€)	Total (%)	Stratégie cible (%)	Déviations (%)
Placements en actions	5.519.497.958	38,47	32,50	5,97
Placements en obligations (prêts inclus)	7.296.939.243	50,85	54,00	-3,15
Placements monétaires (trésorerie et intérêts courus inclus)	1.285.727.287	8,96	5,00	3,96
Placements immobiliers	247.083.339	1,72	8,50	-6,78
Total	14.349.247.826	100	100	

Les revenus générés par la gestion de la réserve de compensation se sont élevés à environ 1,464 milliard d'euros desquels il faut retrancher les frais de fonctionnement du Fonds de compensation d'un montant de 7,80 millions d'euros. Il en résulte un revenu net de la fortune de 1,456 milliard d'euros, en hausse de 779 millions d'euros par rapport à l'année 2013. Cette hausse du revenu est principalement due au rendement exceptionnel de la SICAV au cours de l'année sous revue. Le taux de rendement du Fonds de compensation a été de 10,96%, soit une hausse de 5,37% par rapport à l'exercice précédent.

¹ Allocation cible telle que définie dans la stratégie d'investissement révisée de 2013.

² 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 2014

Année	Réserve de compensation (€)	Revenu net de la fortune (€)	Taux de rendement (%) ³
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 ⁴	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

4.1. Le résultat de la SICAV

En 2014, la SICAV a réalisé une plus-value de 1.435 milliard d'euros, ce qui correspond à un taux de rendement de 11,87%. Comparé au résultat de 6,09% de fin 2013, ce rendement est donc en hausse de 5,78%. Avec ce taux de rendement, la SICAV a légèrement sous-performé son indice de référence stratégique de 0,15%.

Plus-value et taux de rendement au 31 décembre 2014

Année	Plus-value (€)	Taux de rendement SICAV (%)	Taux de rendement 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

La performance globale de la SICAV provient du bon résultat général des actions, dont surtout celui des actions monde, et des obligations, dont principalement celui des obligations libellées en euros. L'allocation tactique a presque permis d'égaliser l'indice de référence stratégique, mais l'impact négatif de la légère sous-pondération existante au niveau des obligations libellées en euros et de la surpondération minimale présente au niveau des fonds monétaires, classe d'actifs ayant souffert des taux d'intérêt extrêmement bas, a trop pesé sur la performance globale de la SICAV au long de 2014.

Ainsi, les actions monde ont connu au cours de l'année 2014 une performance extraordinaire de 19,51%. Ce résultat est principalement dû à des perspectives macroéconomiques qui s'étaient nettement améliorées au cours de 2014 ainsi qu'à la continuation des politiques d'assouplissement monétaire au sein des pays développés. Les actions monde de sociétés à petite capitalisation ont également pu profiter de cet environnement favorable et ont ainsi performé de 16,04%. En outre, les marchés émergents, délaissés par les investisseurs en 2013, ont connu un net attrait en 2014 et ont en conséquence performé de 11,39%.

³ Formule de calcul du taux de rendement du Fonds de compensation : $2 * U / (V_f + V_i - U)$ avec U = revenu net, V_f = valeur à la fin de l'exercice et V_i = valeur au début de l'exercice

⁴ Bilan d'ouverture au 1er janvier 2009 du Fonds de compensation. Un bilan d'ouverture a dû être dressé en raison de l'entrée en vigueur au 1er janvier 2009 de la loi sur le statut unique impliquant le transfert de certains actifs au Fonds de compensation..

Dans ce contexte, les quatre gérants des actions monde ont pu atteindre un rendement consolidé de 19,81%, dépassant ainsi l'indice de référence de 0,30% en 2014. Seulement un des trois gérants actifs a pu battre l'indice de référence, ceci de 1,51%, les deux autres gérants ayant sous-performé ce dernier de respectivement 1,18% et 0,16%. Les trois gérants actifs ont tous une approche fondamentale basée sur la recherche de titres et c'est donc la sélection des titres qui est à la source des performances réalisées. Néanmoins, le style et le processus d'investissement diffèrent d'un gérant à l'autre. Alors qu'un gérant sélectionne ses titres selon une approche « bottom-up » en essayant d'identifier les titres sous-évalués, un autre cherche à isoler les actions à dividendes élevés. Finalement, le troisième gérant gère son portefeuille en intégrant des critères ESG dans son processus de sélection de titres. La performance du gérant en charge du mandat indexé, lequel applique un processus de réplique pure consistant à acheter quasi tous les titres constituant l'indice de référence lui attribué tout en respectant la pondération de ce dernier et lequel gère à lui seule presque 50% des actifs investis dans cette classe d'actifs, était en ligne avec la performance de l'indice de référence. A côté d'une large diversification de ses placements, le Fonds de compensation aspire donc également à une diversification au niveau des styles et processus d'investissement de ses différents gérants.

En ce qui concerne les deux gérants en charge des actions monde de sociétés à petite capitalisation, le gérant actif a sous-performé l'indice de référence à hauteur de 3,59%. En revanche, le gérant en charge du mandat à gestion indexée a pu générer un rendement de 16,37% ayant permis de dépasser de 33 points de base l'indice de référence. Consolidée, cette classe d'actifs a donc présenté un rendement de 14,39% sous-performant ainsi l'indice de référence de 1,65%.

Suite aux rendements plutôt décevants de 2013, les trois gérants responsables des actions de sociétés issues des pays émergents présentaient en 2014 des résultats beaucoup plus réjouissants avec une performance annuelle de 11,85%, soit une surperformance de 46 points de base par rapport à l'indice de référence. Parmi les trois gérants, à savoir deux gérants actifs et un gérant indexé, un seul a su surperformer son indice de référence en réalisant un excédent de 2,93%. Cette surperformance s'explique par le biais « value » de ce gérant sachant que les actions « value » ont réalisé une meilleure performance en comparaison avec l'ensemble des actions des marchés émergents. La surpondération des actions asiatiques au détriment des actions de l'Amérique latine a également contribué à cette surperformance.

Tous marchés confondus, les actions ont performé de 18,26%, soit une sous-performance de 0,52% par rapport à l'indice de référence stratégique.

Une performance de 11,48% au niveau des obligations libellées en euros a été le résultat d'une croissance atone en Europe, d'une faible inflation, des turbulences politiques en Grèce et d'une anticipation d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. A la recherche d'un placement sans risque, le rendement du Bund 10 ans est ainsi tombé de son niveau historiquement déjà très bas de début d'année de 1,60% à 0,54% en fin d'année. Cette baisse de rendement résultait dans une performance annuelle de 12% des obligations de l'Etat allemand pour l'année 2014. Similairement, les obligations monde, suite à un regain de croissance et une légère inflation aux Etats-Unis, ont performé de 7,80%.

Les quatre gérants des obligations libellées en euros ont pu dégager une performance de 11,74% excédant ainsi de 26 points de base l'indice de référence. Le gérant le moins performant a perdu 1% sur l'année par rapport à l'indice de référence. Cette sous-performance s'explique par la décision du gérant en question de choisir, en anticipant une hausse des taux, une durée modifiée plus courte que celle de son indice de référence, alors que ceux-ci ont continué à baisser. Le gérant ayant surperformé le plus avec un excédent de 1,74% s'est par contre positionné sur la partie longue de la courbe des taux d'intérêt. Les déviations des deux autres gérants par rapport l'indice de référence sont restées minimales.

Parmi les trois gérants actifs en charge de la classe d'actifs des obligations monde, un seul a pu dépasser l'indice de référence, ceci notamment par une gestion active des devises en misant surtout sur une dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain. En effet, l'euro a perdu en cours d'année environ 12% par rapport à la devise américaine. Etant donné que la performance globale de cette classe d'actifs dépasse l'indice de référence, la bonne performance dudit gérant a donc permis de contrebalancer les sous-performances des autres gérants.

Les obligations émises par les Etats émergents ont connu une bonne performance en affichant 7,37% en 2014. Après les anticipations d'un possible début de réduction des achats mensuels d'actifs par la Réserve fédérale en mai 2013 ayant pour effet une réduction durable de la liquidité du dollar américain et, par ricochet, une anticipation à la hausse des taux longs américains, les marchés émergents ont depuis dû faire face à une sortie considérable de capitaux et l'année 2013 se soldait en conséquence par une performance négative de l'ordre de presque 4%. Néanmoins, au cours de l'année 2014, les marchés émergents ont pu retrouver un certain attrait pour les investisseurs et les gérants en charge de cette classe d'actifs ont presque pu égaliser le résultat de l'indice de référence en affichant une performance globale de 7,11%.

Le résultat consolidé des obligations s'élevait à 9,50% et était donc parfaitement en ligne avec l'indice de référence stratégique.

Finalement et compte tenu des taux d'intérêt très bas, les fonds monétaires ont présenté des résultats modérés avec une performance positive de 0,33%, les deux gérants en charge surperformant ainsi de 0,16% l'indice de référence.

Taux de rendement par classe d'actifs au 31 décembre 2014

Classe d'actifs	Taux de rendement classe d'actifs (%)	Taux de rendement indice de référence stratégique (%)	Déviations (%)
Total SICAV	11,87	12,02	- 0,15
Total Fonds monétaires	0,33	0,17	0,16
Total Obligations	9,50	9,49	0,01
Obligations libellées en euros	11,74	11,48	0,26
Obligations Monde	7,91	7,80	0,11
Obligations Marchés émergents	7,11	7,37	- 0,26
Total Actions	18,26	18,78	- 0,52
Actions Monde	19,81	19,51	0,30
Actions Monde à petite capitalisation	14,39	16,04	- 1,65
Actions Marchés émergents	11,85	11,39	0,46

Au niveau du total des coûts imputables à la SICAV, cette dernière affichait en 2014 un ratio du total des frais sur encours⁵ de 0,18%.

Total des frais sur encours au 31 décembre 2014

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

⁵ 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.

4.2. Le 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^{er} 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^{ème} 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^{ème} année d'amortissement a été supprimée. Ce nouveau règlement est entré en vigueur le 1^{er} septembre 2009 et les prêts accordés jusqu'au 31 août 2009 ont continué à bénéficier des conditions financières précédemment en vigueur.

Au 31 décembre 2014, le capital restant dû pour cette catégorie de prêts s'élevait au total à quelque 100 millions d'euros répartis sur 2.350 prêts dont les remboursements s'effectuent par échéances semestrielles. La moyenne du taux de base appliqué aux prêts hypothécaires du Fonds de compensation en 2014 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, plus de 80% du stock existant arrivera à échéance finale au cours des dix prochaines années.

Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2014

	Nombre/Montant	Variation année précédente (%)
Nombre de prêts	2.350	-5,9
Capital restant dû	100.207.404	-17,9

Répartition des prêts par échéance finale au 31 décembre 2014

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	52,1
5 - 10 ans	29,0
10 - 15 ans	15,5
15 - 20 ans	3,3
20 - 25 ans	0,1

Les prêts au secteur privé

En fin d'année, le capital restant dû pour cette catégorie de prêts s'est élevé à presque 987.000 euros répartis sur onze prêts dont les remboursements s'effectuent par échéances trimestrielles. Au cours de 2014, trois prêts sont venus à échéance finale et un autre prêt a été remboursé par anticipation 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 2014. D'ailleurs, quasi trois-quarts de ces prêts viendront à échéance finale au cours de la prochaine période quinquennale.

Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2014

	Nombre/Montant (€)
Nombre de prêts	11
Capital restant dû	986.914

Répartition des prêts par échéance finale au 31 décembre 2014

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	72,7
5 - 10 ans	27,3

Les prêts aux institutions publiques

Au 31 décembre 2014, les huit 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 185 millions d'euros. Le taux d'intérêt appliqué à ces dossiers différait d'un prêt à l'autre et se situait en 2014 entre 0,8130% et 8,50%. Pendant 2014, aucun prêt n'est venu à échéance finale ou n'a été remboursé et aucun nouveau capital n'a été prêté. Finalement, au cours de la prochaine décennie, 75% de ces prêts viendront à échéance finale.

Nombre de prêts et capital restant dû au 31 décembre 2014

	Nombre/Montant
Nombre de prêts	8
Capital restant dû	184.655.056

Répartition des prêts par échéance finale au 31 décembre 2014 par échéance finale

Durée restante	Volume du stock existant (%)
1 - 5 ans	50
5 - 10 ans	25
10 - 15 ans	25

Le taux de rendement

Au cours de 2014, l'ensemble des prêts a dégagé un total de revenus de 6,43 millions d'euros et a généré environ 446.000 euros de charges, soit un revenu net total de presque 6 millions d'euros et un taux de rendement de l'ordre de 1,95%, rendement quasi équivalent par rapport à 2013. Les prêts au secteur privé ont présenté le taux de rendement le plus élevé, ce dernier s'étant situé à 4,42%. Les prêts aux institutions publiques ainsi que les prêts hypothécaires ont affiché des rendements de respectivement 1,96% et 1,90%.

Taux de rendement au 31 décembre 2014

Catégorie de prêts	Revenus nets (€) ⁶	Taux de rendement (%) ⁷
Prêts hypothécaires aux particuliers	2.115.658	1,90
Prêts au secteur privé	56.552	4,42
Prêts aux institutions publiques	3.816.003	1,96
Total	5.988.213	1.95

6 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).

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

4.3. Le résultat du patrimoine immobilier

Le patrimoine immobilier du Fonds de compensation est subdivisé en immeubles proprement dits, en plusieurs emplacements de stationnement et en appartenances forestières d'une surface totale de 650 hectares. La valeur nette au 31 décembre 2014 de ce patrimoine immobilier, dont l'intégralité se situe au Grand-Duché de Luxembourg, s'est chiffrée à environ 247 millions d'euros.

Valeur nette du patrimoine immobilier au 31 décembre 2014

Valeur terrains (€)	Valeur constructions (€)	Valeur totale (terrains + constructions) (€)	Amortissement cumulé (€)	Valeur nette (valeur totale – amortissement cumulé)
31.922.884	332.609.703	364.532.586	117.449.248	247.083.339

En fin d'année, les biens immobiliers du Fonds de compensation comprenaient au total vingt-quatre immeubles d'une surface locative totale de quelque 99.000 m². Quasi 90% de ces immeubles étaient loués au cours de l'exercice 2014. 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 2014

Catégorie de locataire	Surface locative (m ²)	Surface locative (%)
Institution de la sécurité sociale	28.900	29,20
Etat	28.815	29,12
Organisme supranational	20.000	20,21
Banque et Assurance	11.269	11,39
Habitation privée	5.444	5,50
Commerce	4.370	4,41
Administration commerciale	168	0,17
Total	98.966	100

Le taux de rendement

Au cours de l'année 2014, l'ensemble du patrimoine immobilier a affiché des revenus totaux de 21,98 millions d'euros, des charges de 1,87 millions d'euros et un total de dotations à l'amortissement d'à peu près 5,48 millions d'euros, soit donc un revenu net total de presque 14,63 millions d'euros et un taux de rendement de 6,44%⁸. Comparé à l'année précédente, ce rendement est en baisse de presque 1%, baisse principalement attribuable à un déclin du loyer perçu dû à la rénovation globale avec assainissement énergétique de l'immeuble Carrefour du Fonds de compensation entamée fin 2013.

⁸ 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.

5. BILAN 2014

COMPTE	ACTIF	31.12.2014	31.12.2013
2211	Terrains	31.922.883,65	31.923.413,83
2213	Immeubles et constructions	331.326.510,18	306.629.883,25
2214	Transformations	633.958,50	0,00
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	-116.801.395,47	-111.355.071,47
282	Amortissement sur installations techniques et machines	-494.873,74	-470.190,39
283	Amortissement sur mobilier	-152.978,51	-141.570,46
22/28	Immobilisations corporelles, amortissements	247.083.338,56	227.235.698,71
23	Immobilisations financières	285.849.373,56	328.702.605,25
2	Comptes d'actifs immobilisés	532.932.712,12	555.938.303,96
4110	Frais d'administration	2.656.753,26	2.548.658,41
4114	Cotisations	557.491.824,36	586.070.501,69
4115	Intérêts	17.542,53	12.201,39
41	Créances envers des organismes liés (Débiteurs)	560.166.120,15	588.631.361,49
4220	Loyer immeubles	73.281,74	102.671,26
4221	Loyer parking	665,00	1.705,00
4225	Charges locatives	168.286,92	444.757,88
4231	Prêts	7.972.130,04	9.041.755,66
4280	Acquéreur bois et autres	26.137,77	24.286,78
42	Autres créances (Débiteurs)	8.240.501,47	9.615.176,58
46	Dettes envers le CCSS, dettes fiscales et dettes envers l'Etat et les collectivités publiques	996.662,39	528.537,95
4810	Régul. Déb. / Frais d'administration	3.246,47	2.914,33
4818	Régul. Déb. / Solde CCSS	13.115.429,20	24.183.214,54
4819	Régul. Déb. / Divers payés d'avance	120.133,92	24.589,10
484	Comptes transitoires ou d'attente - Actif	22.621,00	95.341,84
48	Comptes de régularisation	13.261.430,59	24.306.059,81
4	Comptes de tiers	582.664.714,60	623.081.135,83
50	Valeurs mobilières	13.486.080.937,71	11.750.911.597,63
512/4	Comptes courants et chèques postaux	4.217.510,76	9.113.327,74
513	Comptes à terme	326.000.000,00	170.000.000,00
591	Intérêts courus sur avoirs bancaires	11.866,67	10.484,17
592	Intérêts courus sur prêts émis	4.797,40	7.043,08
5	Comptes financiers	13.816.315.112,54	11.930.042.452,62
TOTAL DE L'ACTIF		14.931.912.539,26	13.109.061.892,41

COMPTE	PASSIF	31.12.2014	31.12.2013
13800000	Réserve de compensation	14.926.522.555,85	13.105.309.095,56
13	Réserves	14.926.522.555,85	13.105.309.095,56
18	Provisions	891.228,19	763.222,75
1	Comptes de capitaux, provisions et dettes financières	14.927.413.784,04	13.106.072.318,31
4510	Frais d'administration	42.096,82	33.999,98
45	Dettes envers des organismes liés (Créditeurs)	42.096,82	33.999,98
46	Dettes envers le CCSS, dettes fiscales et dettes envers l'Etat et les collectivités publiques	14.184,51	22.221,69
4711	Dépôts et cautionnements reçus	1.152.122,53	430.182,50
4718	Prêts et autres dettes diverses	134.127,08	142.780,70
47	Autres dettes (Créditeurs)	1.286.249,61	572.963,20
4820	Régul. Créd. / Frais d'administration	3.068.880,72	2.128.604,19
4823	Régul. Créd. / Loyers et Charges perçus d'avance Immeubles	18.075,80	230.899,74
485	Comptes transitoires ou d'attente - Passif	69.267,76	885,30
48	Comptes de régularisation	3.156.224,28	2.360.389,23
4	Comptes de tiers	4.498.755,22	2.989.574,10
	TOTAL DU PASSIF	14.931.912.539,26	13.109.061.892,41

6. COMPTE D'EXPLOITATION 2014

COMPTE	DEPENSES	31.12.2014	31.12.2013
602	Frais d'exploitation	782,61	891,81
603	Frais de fonctionnement	291.715,80	549.255,82
60	Frais d'administration	292.498,41	550.147,63
64	Décharges et restitutions de cotisations	4.643,70	76.910,56
65	Frais de gestion du patrimoine	1.873.282,72	2.829.296,44
66	Charges financières	5.050,13	3.825,30
67	Dotations aux provisions et amortissements	5.622.095,31	5.608.764,09
69	Dépenses diverses	1.075,56	0,30
	Total des dépenses courantes	7.798.645,83	9.068.944,32
81001380	Dotation à la réserve de compensation	1.821.213.460,29	1.311.289.126,93
	TOTAL DES DEPENSES	1.829.012.106,12	1.320.358.071,25

COMPTE	RECETTES	31.12.2014	31.12.2013
7303	Transferts - Fonds de compensation	365.147.677,71	633.862.266,61
73	Transferts entre ISS	365.147.677,71	633.862.266,61
74	Revenus sur immobilisations	21.934.544,58	23.149.113,59
770	Revenus sur valeurs mobilières	0,00	0,00
771	Revenus sur comptes et dépôts	245.692,00	76.276,20
772	Revenus sur prêts	6.419.768,88	7.323.647,26
775	Bénéfice de réalisation	44.469,82	698.907,21
777	Ecart de réévaluation	1.435.169.340,08	655.231.705,90
779	Intérêts de retard sur prêts	13.901,94	13.645,85
77	Produits financiers	1.441.893.172,72	663.344.182,42
79	Recettes diverses	36.711,11	2.508,63
	Total des recettes courantes	1.829.012.106,12	1.320.358.071,25
	TOTAL DES RECETTES	1.829.012.106,12	1.320.358.071,25



FONDS DE COMPENSATION
34-40, AVENUE DE LA PORTE-NEUVE
L-2227 LUXEMBOURG

ADRESSE POSTALE
B.P. 538
L-2015 LUXEMBOURG