

PROJET DE MEILLEURES PRATIQUES POUR LES FONDS SOUVERAINS

EDWIN M. TRUMAN *

Au cours de l'année dernière, les fonds souverains ont été propulsés des pages intérieures de la section financière des journaux économiques aux premières pages des sites Internet¹. Les partisans des fonds souverains affirment que ce sont d'inoffensifs investisseurs de long terme qui apportent des capitaux nécessaires à des institutions financières privées en difficulté. En même temps, les fonds souverains suscitent une controverse politique dans de nombreux pays, y compris les leurs. Des voix modérées ont demandé un accord sur un ensemble de meilleures pratiques pour les fonds souverains.

467

En réponse aux sollicitations des voix modérées, le FMI a initié un dialogue pour définir de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Simultanément, l'OCDE a entrepris d'identifier des meilleures pratiques pour les pays qui perçoivent les investissements des fonds souverains.

Dans cet article, je présente un projet détaillé de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Ce projet s'appuie sur un classement des pratiques actuelles de 44 fonds souverains. Le projet constitue ainsi une base pour évaluer les résultats du dialogue mené sous l'égide du FMI sur les meilleures pratiques. Je conclus cet article par quelques observations sur la mise en œuvre de meilleures pratiques pour les fonds souverains.

* Senior Fellow au Peterson Institute depuis 2001.

Note de l'auteur : mes recherches sur les fonds souverains pendant plus d'un an ont énormément bénéficié de l'aide précieuse de Doug Dowson. Je voudrais également signaler l'aide de Giwon Jeong et les commentaires de C. Fred Bergsten.

UN PROJET DE MEILLEURES PRATIQUES POUR LES FONDS SOUVERAINS

Le point de départ logique d'un projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains est constitué par les pratiques des fonds telles qu'elles se présentent aujourd'hui. C'est cette idée, qui a inspiré le classement des fonds souverains, qui est présentée dans cet article. Les éléments du classement peuvent être intégrés dans les meilleures pratiques sans avoir à demander à aucun fonds de faire quelque chose qu'au moins un autre fonds ne fait pas déjà. En outre, les fonds qui refuseraient de le faire auraient quelques difficultés pour affirmer que ce qui leur est demandé n'est pas dans leur intérêt. Pourquoi d'autres fonds feraient-ils quelque chose qui n'est pas dans leur intérêt ?

Doug Dowson et moi-même avons élaboré un classement de 44 fonds souverains : 34 « fonds non retraite » et 10 fonds de pension représentatifs, parmi 54 fonds souverains de 37 pays rassemblés dans le tableau ¹ ci-après. Le classement comporte 33 éléments. Ils sont rédigés sous forme de questions et regroupés en quatre catégories :

- structure du fonds, y compris ses objectifs, son statut fiscal, et s'il est distinct des réserves internationales de son pays ;
- gouvernance du fonds, y compris le rôle du gouvernement et des dirigeants, et si le fonds observe les directives concernant la responsabilité des entreprises et les comportements éthiques d'investissement ;
- responsabilité et transparence du fonds dans sa stratégie d'investissement, ses activités d'investissement, *reportings* et audits ;
- et le comportement du fonds dans la gestion de son portefeuille et le recours aux effets de levier et aux produits dérivés.

Nous nous fondons principalement sur des informations publiques, systématiquement et régulièrement disponibles³. Il ne suffit pas qu'un fonds souverain fournisse des informations de manière *ad hoc* au travers d'interviews à la presse, car le flux d'informations n'est pas continu et sa véracité difficile à confirmer. Nous posons des questions simples auxquelles il est possible répondre par « oui » ou par « non ». Un « oui » reçoit un point ; dans certains cas, nous accordons une partie du point⁴. Bien que nous nous sommes efforcés d'être complets, rigoureux et objectifs dans notre évaluation de chaque fonds, il subsiste nécessairement un certain degré de subjectivité. Comme nous le disons ci-dessous, certains des éléments que nous avons construits ou groupés peuvent prêter à discussion, et le lecteur peut élaborer son propre tableau à partir de cette matière première.

Tableau 1
Fonds souverains

| Pays | Nom des fonds | Date de création | Source de financement | Taille actuelle (Md\$) |
|-------------------------------|---|------------------|--|------------------------|
| Fonds « non retraite » | | | | |
| Algérie | Revenue Regulation Fund | 2000 | Ressources naturelles | 47 |
| Azerbaïdjan | State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan | 1999 | Ressources naturelles | 2 |
| Botswana | Pula Fund ^b | 1993 | Ressources naturelles | 7 |
| Brunei | Brunei Investment Agency | 1983 | Ressources naturelles | 35 (e) |
| Canada | Alberta Heritage Savings Trust Fund ^d | 1976 | Ressources naturelles | 17 |
| Chili | Economic and Social Stabilization Fund | 2006 | Ressources naturelles | 15 |
| Chine | China Investment Corporation ^d | 2007 | Réserves de change | 200 |
| | Shanghai Financial Holdings ^{c, d} | 2007 | Excédents budgétaires | 1 (e) |
| Gabon | Fund for Future Generations ^c | 1998 | Ressources naturelles | 0,4 (e) |
| Hong Kong | Exchange Fund Investment Portfolio ^{b, d} | 1993 | Réserves de change, excédents budgétaires | 139 |
| Iran | Oil Stabilization Fund | 2000 | Ressources naturelles | 10 |
| Kazakhstan | National Fund for the Republic of Kazakhstan | 2000 | Ressources naturelles | 23 |
| Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | 1956 | Ressources naturelles | 1 (e) |
| Corée | Korea Investment Corporation ^b | 2005 | Réserves de change | 30 |
| Koweït | Kuwait Investment Authority ^d | 1953 | Ressources naturelles | 213 |
| Libye | Libyan Investment Authority ^c | 2006 | Ressources naturelles | 50 |
| Malaysie | Khazanah Nasional ^d | 1993 | Excédents budgétaires | 18 |
| Mexique | Oil Income Stabilization Fund | 2000 | Ressources naturelles | 5 |
| Nigeria | Excess Crude Account ^b | 2003 | Ressources naturelles | 17 (e) |
| Norvège | Government Pension Fund-Global | 1990 | Ressources naturelles | 375 |
| Oman | State General Reserve Fund | 1980 | Ressources naturelles | 13 (e) |
| Qatar | Qatar Investment Authority | 2005 | Ressources naturelles | 60 (e) |
| Russie | National Welfare Fund ^b | 2008 | Ressources naturelles | 32 |
| | Reserve Fund ^b | 2008 | Ressources naturelles | 128 |
| São Tomé et Príncipe | National Oil Account | 2004 | Ressources naturelles | 0,02 (e) |
| Arabie Saoudite | Saudi Arabian Monetary Agency ^c | 1952 | Ressources naturelles, réserves de change, excédents budgétaires | 270 |
| Singapour | Government of Singapore Investment Corporation ^b | 1981 | Cotisations | 200-330 (e) |
| | Temasek Holdings ^d | 1974 | Entreprises gouvernementales | 110 |
| Soudan | Oil Revenue Stabilization Account | 2002 | Ressources naturelles | 0,1 |

Tableau 1 (suite et fin)

| Pays | Nom des fonds | Date de création | Source de financement | Taille actuelle (Md\$) |
|---------------------------------|---|------------------|-----------------------|------------------------|
| Timor-Leste | Petroleum Fund | 2005 | Ressources naturelles | 2 |
| Trinidad et Tobago | Heritage and Stabilization Fund | 2007 | Ressources naturelles | 2 (e) |
| Émirats Arabes Unis | Emirates Investment Authority ^c | 2007 | Ressources naturelles | ND |
| Émirats Arabes Unis (Abu Dhabi) | Abu Dhabi Investment Authority and Council | 1976 | Ressources naturelles | 500-875 (e) |
| | International Petroleum Investment Company ^c | 1984 | Ressources naturelles | 12 |
| | Mubadala Development Company | 2002 | Ressources naturelles | 10 (e) |
| Émirats Arabes Unis | DIFC Investments ^c (Dubai) | 2006 | Ressources naturelles | ND |
| | Dubai International Capital ^c | 2004 | Ressources naturelles | 13 |
| | Investment Corporation of Dubai ^c | 2006 | Ressources naturelles | 82 (e) |
| | Istithmar | 2003 | Ressources naturelles | 12 (e) |
| États-Unis | Alaska Permanent Fund ^d | 1976 | Ressources naturelles | 37 |
| | Permanent Mineral Trust Fund x (Dubai) | 1974 | Ressources naturelles | 4 |
| | Severance Tax Permanent Fund (Nouveau Mexique) ^d | 1973 | Ressources naturelles | 5 |
| Venezuela | Macroeconomic Stabilization Fund | 1998 | Ressources naturelles | 1 |
| | National Development Fund | 2005 | Ressources naturelles | 21 |
| Sous total⁰ | | | | 2 972 |
| Fonds de pension | | | | |
| Australie | Future Fund ^d | 2006 | Excédents budgétaires | 53 |
| Canada | Canada Pension Plan d | 1966 | Cotisations | 121 |
| | Caisse de dépôt et placement du Québec ^d | 1965 | Cotisations | 157 |
| Chine | National Social Security Fund ^d | 2000 | Excédents budgétaires | 71 |
| France | Fonds de réserve pour les retraites ^d | 2001 | Excédents budgétaires | 50 |
| Irlande | National Pensions Reserve Fund ^d | 2001 | Excédents budgétaires | 31 |
| Japon | Government Pension Investment Fund ^d | 1961 | Cotisations | 1 274 |
| Pays-Bas | Stichting Pensioenfonds ABP ^d | 1922 | Cotisations | 316 |
| Nouvelle-Zélande | Superannuation Fund ^d | 2001 | Excédents budgétaires | 10 |
| États-Unis | California Public Employees' Retirement System ^d | 1932 | Cotisations | 237 |
| Sous total | | | | 2 323 |
| Total⁰ | | | | 5 294 |

(e) = estimation ; ND = non disponible.

^a Les données sont de la fin de 2007 ou sont plus récentes.^b Certains ou tous les actifs sont inclus dans les réserves.^c Exclu du classement.^d Une partie des avoirs est constituée d'actifs domestiques.^e Le total est un point médian des estimations.

Sources : autorités nationales, FMI, autres sources publiques.

Le tableau 2 ci-après présente un résumé de l'ensemble de l'exercice de classement. Les scores sont exprimés en pourcentage du nombre de points possibles que chaque fonds peut obtenir dans les quatre catégories (8, 5, 14 et 6, respectivement) et dans le score total (33). Les scores pour la liste complète des éléments vont de 95 pour le Canada Pension Plan et le Superannuation Fund de Nouvelle-Zélande (suivi de près par l'Alaska Permanent Fund) à 9 pour l'Abu Dhabi Investment Authority and Council⁵.

En général, les fonds de pension souverains (FPS) ont des scores plus élevés que les fonds « non retraite » souverains. Cependant, les scores des FPS s'échelonnent de 95 à 77, et 10 des fonds « non retraite » souverains obtiennent des scores supérieurs à 60. Ce qui montre que les fonds « non retraite » souverains peuvent, et certains le font, observer des pratiques aussi rigoureuses que les FPS. Les résultats présentés dans le tableau 2 ci-après illustrent également la diversité des pratiques actuelles des fonds « non retraite » souverains : 10 obtiennent plus de 60 (comme nous l'avons dit), 10 ont en dessous de 25, et 14 ont de 25 à 60.

La moyenne des scores pour tous les fonds souverains est plus forte (75) dans la catégorie « structure » et sans surprise, tous les FPS ont un score parfait. La moyenne des scores pour l'ensemble des fonds souverains dans les catégories « gouvernance », « responsabilisation » et « transparence » sont dans le bas des 50. Les FPS obtiennent encore des scores plus élevés : 7 ont un score parfait en matière de gouvernance, mais un seul obtient un score parfait pour la responsabilisation et la transparence, ainsi que deux fonds « non retraite » souverains. La moyenne la plus basse pour tous les fonds est dans la catégorie « comportement » et aucun FPS n'a un score parfait, bien que, encore une fois, deux fonds « non retraite » souverains l'obtiennent⁶.

Les résultats de cet exercice de classement peuvent aisément être traduits dans un projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Afin de mieux comprendre les problèmes et les défis dans ce domaine, il est utile d'examiner séparément les éléments de chacune des quatre catégories. Dans cet article, les scores sont attribués par élément. Le score pour chaque élément est présenté comme le nombre de points obtenus, traduit en pourcentage du nombre total de points possibles (34 pour les fonds « non retraite » souverains, 10 pour les FPS et 44 pour l'ensemble des fonds) pour cet élément si chaque fonds souverain était parfaitement conforme aux attentes.

Tableau 2
Résumé du classement des fonds souverains

| Pays | Nom des fonds | Structure | Gouvernance et transparence | Respon- sabilisation | Comportement | Total* |
|-------------------------------|--|-----------|--------------------------------|-------------------------|--------------|--------|
| Fonds « non retraite » | | | | | | |
| États-Unis (Alaska) | Alaska Permanent Fund | 100 | 80 | 100 | 83 | 94 |
| Norvège | Government Pension Fund-Global | 94 | 100 | 100 | 67 | 92 |
| États-Unis (Wyoming) | Permanent Mineral Trust Fund | 100 | 90 | 82 | 100 | 91 |
| États-Unis (Nouveau Mexique) | Severance Tax Permanent Fund | 100 | 50 | 86 | 100 | 86 |
| Timor-Leste | Petroleum Fund for Timor-Leste | 100 | 40 | 96 | 50 | 80 |
| Azerbaïdjan | State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan | 88 | 60 | 89 | 50 | 77 |
| Canada (Alberta) | Alberta Heritage Savings Trust Fund | 94 | 60 | 79 | 50 | 74 |
| Chili | Economic and Social Stabilization Fund | 94 | 60 | 82 | 17 | 70 |
| Hong Kong | Exchange Fund | 88 | 40 | 79 | 33 | 67 |
| Kazakhstan | National Fund for the Republic of Kazakhstan | 88 | 60 | 64 | 33 | 64 |
| Botswana | Pula Fund | 69 | 60 | 54 | 33 | 55 |
| Trinidad et Tobago | Heritage and Stabilization Fund | 100 | 60 | 46 | 0 | 53 |
| Cotée | Korea Investment Corporation | 75 | 60 | 45 | 25 | 51 |
| Russie | Reserve Fund and National Welfare Fund | 72 | 40 | 50 | 33 | 51 |
| São Tomé et Príncipe | National Oil Account | 100 | 60 | 29 | 17 | 48 |
| Koweït | Kuwait Investment Authority | 75 | 80 | 41 | 0 | 48 |
| Mexique | Oil Income Stabilization Fund | 69 | 20 | 43 | 50 | 47 |
| Singapour | Temasek Holdings | 50 | 50 | 61 | 0 | 45 |
| Singapour | Government of Singapore Investment Corporation | 63 | 40 | 39 | 17 | 41 |
| Malaysie | Khazanah Nasional | 44 | 50 | 46 | 0 | 38 |
| Chine | China Investment Corporation | 50 | 50 | 14 | 17 | 29 |
| Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | 69 | 60 | 7 | 0 | 29 |
| Algérie | Revenue Régulation Fund | 56 | 40 | 11 | 17 | 27 |
| Nigeria | Excess Crude Account | 50 | 30 | 14 | 17 | 26 |

Tableau 2 (suite et fin)

| Pays | Noms des fonds | Structure | Gouvernance et transparence | Responsabilisation | Comportement | Total* |
|---------------------------------|--|------------|-----------------------------|--------------------|--------------|-----------|
| Iran | Oil Stabilization Fund | 50 | 20 | 18 | 0 | 23 |
| Venezuela | Macroeconomic Stabilization Fund | 50 | 0 | 18 | 17 | 23 |
| Venezuela | National Development Fund | 38 | 0 | 27 | 0 | 20 |
| Oman | State General Reserve Fund | 50 | 0 | 18 | 0 | 20 |
| Soudan | Oil Revenue Stabilization Account | 56 | 0 | 14 | 0 | 20 |
| Brunei Darussalam | Brunei Investment Agency | 31 | 0 | 25 | 0 | 18 |
| Émirats Arabes Unis (Abu Dhabi) | Mubadala Development Company | 44 | 10 | 7 | 0 | 15 |
| Émirats Arabes Unis (Dubai) | Istithmar World | 38 | 10 | 7 | 0 | 14 |
| Qatar | Qatar Investment Authority | 34 | 0 | 2 | 0 | 9 |
| Émirats Arabes Unis (Abu Dhabi) | Abu Dhabi Investment Authority and Council | 25 | 0 | 4 | 8 | 9 |
| Sous-total | | 68 | 41 | 44 | 25 | 46 |
| Fonds de pension | | | | | | |
| Canada | Canada Pension Plan | 100 | 100 | 96 | 83 | 95 |
| Nouvelle Zélande | Superannuation Fund | 100 | 100 | 100 | 75 | 95 |
| Canada (Québec) | Caisse de dépôt et placement du Québec | 100 | 100 | 89 | 83 | 92 |
| France | Fonds de réserve pour les retraites | 100 | 100 | 89 | 83 | 92 |
| États-Unis (Californie) | California Public Employees' Retirement System | 100 | 100 | 96 | 67 | 92 |
| Japon | Government Pension Investment Fund | 100 | 90 | 80 | 83 | 87 |
| Irlande | National Pensions Reserve Fund | 100 | 100 | 86 | 58 | 86 |
| Pays-Bas | Stichting Pensioenfonds ABP | 100 | 100 | 86 | 50 | 85 |
| Australie | Future Fund | 100 | 60 | 68 | 83 | 77 |
| Chine | National Social Security Fund | 100 | 40 | 68 | 33 | 65 |
| Sous-total | | 100 | 89 | 86 | 70 | 87 |
| Total | | 75 | 52 | 54 | 35 | 55 |

* Pourcentage du maximum de points possibles.

Structure

Cette catégorie porte sur la structure de base de chaque fonds souverain. Quel est l'objectif du fonds ? D'où obtient-il ses financements ? Comment ses revenus sont-ils utilisés ? Est-il bien en phase avec le système fiscal du pays ? Dispose-t-il d'une stratégie d'investissement clairement définie ? Le fonds est-il distinct des réserves internationales du pays ?

Un score élevé d'un fonds souverain dans cette catégorie suscite la confiance, relative à la transparence des activités du fonds, des citoyens du pays d'origine et des pays où le fonds pourrait investir. Ceci est une première étape pour faire en sorte que le gouvernement et le fonds puissent rendre des comptes sur leurs activités. Le tableau 3 montre pour chaque élément de cette catégorie le pourcentage de tous les fonds souverains (« non retraite », pension et l'ensemble) qui obtiennent un « crédit » pour leurs pratiques existantes - en bref, leur « niveau de conformité » avec cet aspect du projet⁷. Globalement, la majorité des fonds respecte chaque élément dans cette catégorie. Chacun des FPS obtient des scores parfaits sur tous les éléments. La majorité des fonds « non retraite » souverains respecte tous les éléments sauf le fait d'avoir et de suivre des directives en matière de relations entre le fonds et le budget du pays.

474

Tableau 3
Les éléments de structure
(pourcentage des fonds souverains en conformité,
totale ou partielle)

| Élément | <i>Non-pension</i> | <i>Pension</i> | Total |
|---|--------------------|----------------|-----------|
| Définition des objectifs | 94 | 100 | 95 |
| Statut fiscal | | | |
| Source des fonds | 84 | 100 | 88 |
| Utilisation des revenus du fonds | 54 | 100 | 65 |
| Intégration avec le budget | 60 | 100 | 69 |
| Suivi des directives | 44 | 100 | 57 |
| Stratégie d'investissement | 60 | 100 | 69 |
| Changements de la structure | 68 | 100 | 75 |
| Distinction d'avec les réserves internationales | 76 | 100 | 82 |
| Total pour la catégorie | 68 | 100 | 75 |

On pourrait penser que tous les fonds ont un objectif clairement défini, mais ce n'est pas le cas. Bien que cet élément présente le plus

haut niveau de conformité, seulement 95 % du maximum de 44 points (un pour chaque fonds) ont été enregistrés parce que les déclarations d'objectifs de quatre fonds souverains sont plutôt vagues⁸.

Le statut fiscal est essentiel au maintien de la stabilité macro-économique d'un pays qui dispose d'un fonds souverain. Celui-ci comporte plusieurs éléments, incluant la manière dont le fonds obtient ses financements, quand et dans quelle mesure son capital et ses revenus doivent être mis à la disposition du gouvernement et si le gouvernement respecte ces procédures. Comme le souligne, par exemple, le FMI (2007), les principes de base d'une bonne gestion des finances publiques visent à limiter l'influence procyclique de la politique fiscale. En conséquence, un fonds souverain ne doit pas être utilisé comme un second budget, toute dépense non administrative d'un fonds souverain d'un pays devrait être intégrée dans le budget général du gouvernement, et le gouvernement ne devrait pas, implicitement ou explicitement, emprunter en s'adossant aux ressources qui s'accumulent dans le fonds souverain. En outre, des règles et des principes clairs dans ce domaine contribuent à limiter les perspectives potentielles de corruption dans la direction du fonds souverain.

Bien que la majorité des fonds souverains précise clairement la source de leur financement, ce n'est pas toujours le cas : le taux de conformité n'est que de 84 % pour les fonds « non retraite » souverains. Ce fait vient infirmer l'argument avancé, par exemple, par des représentants du Trésor américain (McCormick, 2008), que la provenance et la façon dont le fonds obtient ses financements en devises étrangères devraient déterminer si un fonds souverain doit être soumis au respect des meilleures pratiques, par exemple si elles proviennent d'interventions sur le marché des changes ou des revenus d'exportations des ressources naturelles et non d'autres sources comme les excédents budgétaires ou les cotisations de retraites⁹.

La conformité des indications concernant la manière d'utiliser les revenus et le capital d'un fonds est sensiblement inférieure à celle concernant la source des financements. La plupart des fonds possèdent des règles claires sur la manière dont ils doivent s'articuler avec le budget gouvernemental, mais pour plus de la moitié des fonds « non retraite » souverains, ou bien les règles (directives) ne sont pas connues ou bien elles ne sont pas suivies rigoureusement, y compris par exemple par la Norvège et son Government Pension Fund-Global qui a, à plusieurs reprises, fourni au gouvernement norvégien plus de financement que ne le prévoient ses statuts.

La catégorie « structure » inclut également un élément qui demande si le fonds souverain a une stratégie d'investissement clairement définie. La plupart des fonds en publient une ; mais pour 7 d'entre eux, ce

document n'est pas disponible et pour 12 autres, la déclaration est imprécise. Par ailleurs, demander que les fonds souverains déclarent officiellement que leurs décisions d'investissement soient basées seulement sur des critères économiques plutôt que sur des considérations politiques, de politique étrangère ou non commerciales, comme l'a suggéré Kimmitt (2008), repris par des responsables du Trésor américain (Lowery, 2008), représente une déclaration vide de sens car une « meilleure pratique » de ce genre serait très difficile à traduire sur le plan opérationnel. Au lieu de s'appuyer sur des déclarations politiques sur fond d'euphorie passagère, il est plus utile d'examiner la structure générale du fonds, sa gouvernance et d'autres aspects de ses activités qui sont abordées dans ce projet.

Un autre élément de cet ordre concerne l'existence éventuelle d'une procédure formelle pour tout changement de structure de fonds, qui existe pour près de trois quarts des fonds. Il n'est pas réaliste de penser que, une fois établie, la structure d'un fonds devrait être insensible aux forces politiques ou aux changements de circonstances. Ce serait pousser soit à des activités illicites ou à provoquer un bouleversement complet de la structure. Le processus de changement de structure est plus simple et moins sujet à des caprices s'il a été défini au départ dans une loi. La Norvège a modifié la structure et l'orientation de son fonds souverain à plusieurs reprises depuis sa création en 1990, mais un certain nombre de fonds souverains se sont effondrés ou ont été liquidés, en partie parce qu'ils étaient excessivement stricts.

Le dernier élément de la catégorie « structure » porte sur la séparation entre les ressources du fonds souverain et les réserves internationales du pays. Trois quarts seulement des fonds « non retraite » ont cette caractéristique. L'absence de séparation entre un fonds souverain et les réserves internationales d'un pays crée une ambiguïté sur les activités d'investissement et les objectifs du fonds souverain ainsi que sur la gestion et la qualité des réserves internationales du gouvernement. Cette absence de séparation est également incompatible avec l'esprit, sinon la lettre, des directives du FMI sur la gestion des réserves de change (FMI, 2004), qui ont été données en exemple lors des discussions sur les meilleures pratiques pour les fonds souverains initiées par le FMI. Ces directives recommandent que la nature des actifs inclus dans les réserves, leur capacité à couvrir les obligations d'un pays, soient clairement indiquées, et que leur gestion soit assurée dans la transparence et la responsabilisation.

Gouvernance

La catégorie « gouvernance » englobe les rôles respectifs du gouvernement et des dirigeants du fonds dans la conduite des opérations

d'un fonds souverain et le recours à des directives de gouvernement d'entreprise et d'éthique dans le cadre de ces activités. Comme le montre le tableau 4, la conformité des éléments de cette catégorie est loin d'être complète ou uniforme. En moyenne, l'ensemble des fonds souverains n'obtient que 52, les fonds de pension 91 et les fonds « non retraite » 41.

Tableau 4
Les éléments de gouvernance

(pourcentage des fonds souverains en conformité totale ou partielle)

| Élément | <i>Non-pension</i> | <i>Pension</i> | Total |
|---|--------------------|----------------|-----------|
| Rôle du gouvernement | 63 | 100 | 72 |
| Rôle des dirigeants | 72 | 100 | 78 |
| Décisions prises par les dirigeants | 47 | 90 | 57 |
| Directives pour la responsabilité de l'entreprise | 12 | 80 | 27 |
| Directives éthiques | 9 | 75 | 24 |
| Total pour la catégorie | 41 | 89 | 52 |

Dans l'optique des meilleures pratiques, la conformité complète avec les trois premiers éléments - rôle du gouvernement, rôle des dirigeants et autonomie de prise de décisions de ces derniers - devrait signifier que le fonds souverain opère à distance respectable du gouvernement, sans doute avec un ensemble de contrôles et de mesures appropriés, qui sont essentiels pour la catégorie suivante (responsabilisation et transparence). Malheureusement, pour 10 des 34 fonds « non retraite » souverains, le rôle du gouvernement n'est pas clairement défini et pour 5, autres ce rôle est ambiguë, ce qui donne un score de 63. Pour 7 fonds, le rôle des dirigeants n'est pas clairement défini non plus, et dans 5 autres leur rôle est ambigu, soit un score de 72. Dans moins de la moitié des fonds « non retraite » souverains, les véritables décisions d'investissement peuvent ne pas être prises par les seuls dirigeants, mais plutôt par le gouvernement ou un conseil d'administration contrôlé par le gouvernement. De même, en ce qui concerne le FPS chinois (le National Social Security Fund), les dirigeants ne sont pas les seuls responsables des décisions d'investissement. C'est là un élément déterminant si l'on souhaite que les activités des fonds souverains soient menées à une distance respectable des gouvernements.

Un petit nombre seulement de fonds souverains (30 % en tout) déclare publiquement adhérer aux directives sur la responsabilité des entreprises comparables à celles développées sous les auspices de l'OCDE (2000). Ils comprennent deux fonds « non retraite »

souverains (le Government Pension Fund-Global norvégien et l'Alaska Permanent Fund) et quatre autres fonds de ce type qui publient une déclaration générale sur l'exercice de la responsabilité de l'entreprise. Neuf des 10 fonds souverains de retraite affirment clairement qu'ils adhèrent aux directives sur la responsabilité de l'entreprise.

Un élément plus discuté dans cette catégorie concerne l'adoption de directives éthiques dans la pratique des fonds souverains. Trois fonds « non retraite » ont adopté de telles directives¹⁰. On pourrait raisonnablement soutenir que les objectifs d'un fonds souverain sont de mettre en œuvre sa stratégie d'investissement et de maximiser les rendements financiers, sous réserve des contraintes de gestion du risque qui lui ont été fixées. Dans ce cas précis, ses « directives éthiques » l'amèneraient à ignorer les prétendues considérations éthiques¹¹. Cependant, dans certains cas, un fonds souverain pourrait implicitement limiter ses investissements à certains instruments, entités, activités ou pays sans avoir de directives clairement exprimées¹². Ceux qui pensent qu'une telle exigence est lourde devraient noter que les FPS obtiennent un 75 en raison de leur politique de respect des directives éthiques¹³.

Responsabilisation et transparence

478

La responsabilité envers les citoyens du pays d'origine du fonds souverain, mais aussi envers les citoyens et les gouvernements des pays où il investit, et plus généralement envers les intervenants des marchés financiers, devrait être la principale motivation des meilleures pratiques des fonds souverains. La transparence en matière de structure et d'opérations du fonds est un moyen de parvenir à cette fin¹⁴. En conséquence, les éléments inclus dans cette catégorie sont cruciaux pour la conformité d'ensemble d'un fonds souverain pour le projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Le tableau 5 ci-après rassemble un résumé des conformités concernant les 14 éléments de cette catégorie. La conformité moyenne est d'environ 50 (avec un plus haut de 78 sur un élément et un plus bas de 26 sur un autre), mais la conformité des fonds « non retraite » est moins de 50 (avec un plus haut de 72 et un plus bas de 16) et de 87 pour les fonds de pension (avec des scores parfaits sur 8 éléments).

Les quatre éléments de la sous-catégorie sur la mise en œuvre de la stratégie d'investissement ont pour objet de clarifier comment chaque fonds souverain mène leur stratégie. La première question est de savoir s'ils publient les catégories d'actifs dans lesquelles ils investissent, par exemple les actions, les obligations, l'immobilier, les investissements alternatifs ou les marchés des changes. C'est complètement le cas pour les FPS. Près d'un tiers des fonds « non retraite » souverains

Tableau 5
Les éléments de responsabilisation et de transparence
 (pourcentage des fonds souverains en conformité totale ou partielle)

| Élément | <i>Non-pension</i> | <i>Pension</i> | Total |
|--|--------------------|----------------|-----------|
| Mise en œuvre de la stratégie d'investissement | | | |
| Catégories | 49 | 100 | 61 |
| <i>Benchmarks</i> | 45 | 100 | 57 |
| Notation des crédits | 41 | 70 | 48 |
| Mandats | 47 | 90 | 57 |
| Activités d'investissement | | | |
| Taille | 72 | 100 | 78 |
| Rendements | 44 | 100 | 57 |
| Localisation | 28 | 58 | 35 |
| Investissements spécifiques | 16 | 60 | 26 |
| Structure des avoirs de change | 31 | 60 | 38 |
| Rapports | | | |
| Annuels | 53 | 100 | 64 |
| Trimestriels | 38 | 75 | 47 |
| Audit | | | |
| Audité | 62 | 100 | 70 |
| Publié | 32 | 90 | 45 |
| Indépendant | 57 | 100 | 67 |
| Total pour la catégorie | 44 | 86 | 54 |

479

ne fournissent aucune information sur les catégories d'actifs dans lesquelles ils investissent ; un autre tiers publie quelques informations ; un autre tiers est au même niveau que les FPS.

Chaque FPS, et près de la moitié des fonds « non retraite » souverains, ont recours à des *benchmarks*, entièrement ou partiellement, pour piloter leurs activités d'investissement (un élément de la gestion des risques), mais plus d'un tiers des fonds de « non retraite » ne donnent aucune information sur cette question. Les notations (*credit rating*) joue un rôle similaire dans certains cas, 7 fonds de pension sur 10 les utilisent systématiquement (et 2 le font partiellement) pour orienter leurs décisions d'investissement, et un peu plus d'un tiers des fonds « non retraite » souverains font de même¹⁵. On pourrait avancer que ces deux éléments sont davantage descriptifs des pratiques d'investissement et de gestion du risque qu'ils ne sont prescriptifs, mais ils fournissent, fût-ce indirectement, un élément d'appréciation du professionnalisme des opérations des fonds.

On ne peut pas en dire autant du dernier élément de cette sous-catégorie : le fait pour les fonds souverains d'identifier les détenteurs de mandats d'investissement individuels. Grâce à ce type d'information, les particuliers dans le pays et en dehors du pays peuvent vérifier les carrières, les qualités et la fiabilité de ces intermédiaires. La publicité dans ce domaine limite également les arrangements privilégiés et la corruption¹⁶. 90 % des fonds de pension publient cette information, mais pour les fonds « non retraite », le score est inférieur à 50.

Les activités d'investissement représentent la sous-catégorie suivante. La conformité moyenne avec les cinq éléments de cette sous-catégorie varie de haut à très bas. D'abord, les fonds souverains rendent-ils leur taille publique ? On pourrait penser qu'il est manifestement approprié et nécessaire de le faire, mais 7 fonds « non retraite » ne le font pas, et 5 autres ne donnent que des informations partielles, ce qui donne un résultat de seulement 72.

Quels sont les motifs de ce refus d'information ? Certains avancent que, comme pour les réserves de change d'un pays, la taille d'un fonds souverain est un secret d'État, mais cette attitude concernant la gestion des réserves est passée de mode depuis une décennie. L'adoption du volet « réserves » dans le cadre du Special Data Dissemination Standard du FMI (Kester, 2001) a formalisé cette évolution. Un argument du même ordre consiste à dire que si les ennemis d'un pays connaissent la taille de ses actifs, y compris ceux de ses fonds souverains, le pays pourrait être plus vulnérable à une attaque militaire. Cependant, comme ce fut le cas du Koweït pendant la guerre du Golfe de 1990-1991, les actifs étrangers d'un fonds souverain ne se trouvent généralement pas dans le pays¹⁷. L'argument le plus plausible est que les citoyens du pays, connaissant l'importance des actifs du fonds souverain, se mobiliseraient politiquement pour obtenir un accès immédiat à ceux-ci¹⁸. Il s'agit là d'un problème politique dans de nombreux cas, comme l'ont montré ceux de l'Alaska Permanent Fund et du Permanent Mineral Trust Fund du Wyoming (Cowper, 2007 ; Lummis, 2007), mais le refus de publier en tant que stratégie pour résister à ce genre de pressions aurait pour effet d'exacerber ces pressions sur le long terme.

Une majorité de fonds « non retraite » souverains ne publie pas leurs rendements annuels ou ne le fait que partiellement. Seulement 7 fonds « non retraite » souverains et trois FPS publient entièrement la répartition géographique de leurs investissements. Cependant, pour revenir sur un point précédent, l'intérêt de ces scores pour un projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains est que certains fonds acceptent de publier ces informations. La question que l'on pose alors est : pourquoi tous les fonds ne suivent-ils pas ces quelques

exemples ? Un élément de réponse est que les pratiques de chaque fonds souverain ont évolué isolément et que de nombreux fonds souverains n'étaient jusqu'à récemment que peu informés des pratiques des autres.

Un nombre encore plus petit de fonds « non retraite » souverains publie le détail des actifs de leurs portefeuilles, mais la plupart des FPS le font. Cela peut paraître surprenant mais 8 sur 10 fonds « non retraite » souverains publient en détail la répartition en devises de leurs portefeuilles et 6 autres le font partiellement, 6 FPS le font également.

Les rapports annuels devraient, en principe, contenir beaucoup d'informations sous le couvert des éléments des sous-catégories de mise en œuvre de la stratégie d'investissement et des activités d'investissement du classement. Cependant, 10 fonds « non retraite » souverains ne publient pas de rapports annuels et une dizaine seulement rendent publics des rapports raisonnablement complets, ce qui se traduit par un score combiné de 53.

La plupart des fonds souverains qui publient des rapports annuels complets publient également des rapports trimestriels de leurs opérations. Les avis divergent sur l'opportunité de publications financières trimestrielles. Certains soutiennent qu'elles mettent trop l'accent sur les résultats de court terme. Le principal argument en faveur des publications trimestrielles de la part d'un fonds souverain est celui de la transparence. Le fonds devrait être en mesure de supporter un excès de pression sur le court terme, étant donné qu'il n'est pas sujet à la discipline du marché. Un fonds devrait être capable de faire cela sans avoir à montrer son jeu en matière de stratégie d'investissement. Les rapports sont généralement publiés avec un décalage d'un mois ou deux. Sans surprise, tous les FPS publient des rapports annuels, et 7 sur 10 publient des rapports trimestriels.

Le dernier groupe d'éléments de cette catégorie porte sur les audits. Les audits réguliers, de préférence indépendants et publiés, représentent un élément central de la responsabilisation et de la transparence. Pour cette raison, le classement comporte un maximum de trois points pour ce secteur : le fonds est-il audité ? l'audit est-il publié ? les auditeurs sont-ils indépendants du fonds et de sa direction¹⁹ ? Une dizaine de fonds « non retraite » souverains ne sont pas soumis à des audits. Ce qui se traduit par un total combiné de 62 pour les fonds « non retraite » souverains sur cet élément. Pour sept fonds chez qui il existe une certaine forme d'audit, celui-ci n'est pas publié, ce qui produit un score de 32 seulement. Dix-neuf fonds « non retraite » souverains sont audités par un organisme indépendant, soit un score de 57, y compris le Government Pension Fund-Global

norvégien qui, l'an dernier, a opté pour un audit totalement indépendant. Tous les FPS ont un score parfait sur ces trois éléments.

Comportement

La dernière catégorie s'intéresse au comportement d'investissement des fonds. Elle combine la question de la gestion du risque et des facteurs qui peuvent préoccuper les intervenants des marchés en raison de l'importance des activités d'investissement des fonds souverains. En conséquence, le choix des éléments peut apparaître plus subjectif et prêter à controverse. Le tableau 6 affiche le taux de conformité des 44 fonds souverains du classement avec les six éléments de cette catégorie. Pour l'ensemble, les moyennes de conformité sont de 36, les fonds « non retraite » souverains obtenant un score de 25, les fonds de pension un score de 73.

Tableau 6
Les éléments de comportement
(pourcentage des fonds souverains
en conformité totale ou partielle)

| Élément | <i>Non-pension</i> | <i>Pension</i> | Total |
|---|--------------------|----------------|-----------|
| Ajustements de portefeuille | 10 | 45 | 18 |
| Limitation des participations | 15 | 65 | 27 |
| Participations n'entraînant pas le contrôle | 46 | 80 | 54 |
| Politique en matière d'effet de levier | 13 | 50 | 22 |
| Dérivés | | | |
| Politique sur les produits dérivés | 35 | 90 | 48 |
| Opérations couverture seulement | 26 | 90 | 41 |
| Total pour la catégorie | 25 | 70 | 35 |

482

Le premier élément porte sur l'existence, ou non, d'une règle ou d'une directive sur la manière de procéder à des ajustements du portefeuille. Quelques fonds « non retraite » souverains seulement en disposent, ce qui produit un score de 10. Par exemple, le Government Pension Fund-Global norvégien déclare utiliser les nouvelles rentrées de capitaux pour procéder à des ajustements de son portefeuille, lorsque les évolutions du marché éloignent le portefeuille de ses *benchmarks*, en d'autres termes il procède à un rééquilibrage de la politique de son portefeuille. Le Severance Tax Permanent Fund du Nouveau Mexique et le Permanent Mineral Trust Fund du Wyoming observent des directives similaires, et la Korea Investment Corporation adopte une démarche proche de celles-là. Il est à noter

que près de la moitié des FPS ont, officiellement, des directives similaires.

Plus discutable, mais de grands intérêts pour certains observateurs, est de savoir dans quelles mesures un fonds souverain se fixe des limites concernant la taille des participations qu'il prend dans des sociétés. Certains recommandent que ce soient les pays hôtes qui fixent de telles limites ; cet élément se contente de demander si les fonds ont une volonté politique dans ce domaine. Six fonds « non retraite » souverains en ont une, au moins partielle, ce qui donne un score de 15. La plupart des FPS en ont également.

Il a été proposé qu'un fonds souverain qui prend une participation minoritaire dans une entreprise ne soit pas autorisé à utiliser ses droits de vote, ce qui augmente la probabilité que l'investissement soit passif - un concept qui n'a généralement pas de définition officielle. Une telle attitude de la part des États-Unis, si elle était appliquée uniformément, disqualifierait plusieurs milliers de milliards de dollars d'investissements effectués par des fonds de pension de l'État américain et de gouvernements locaux. Si les États-Unis n'appliquaient pas ce genre de restriction aux fonds souverains locaux, les fonds de pension du gouvernement américain risqueraient tout de même d'être disqualifiés dans leurs investissements à l'étranger. Il serait difficile d'appliquer de telles restrictions aux fonds « non retraite » souverains étrangers mais pas au FPS étrangers. De toute façon, les gouvernements étrangers prendraient presque certainement des mesures de rétorsion.

483

Lowery (2008) a soutenu une approche plus sensée : soit un fonds souverain choisit délibérément de ne pas utiliser ses droits de vote ou il doit rendre son vote public, comme le font aujourd'hui volontairement certains investisseurs institutionnels britanniques et comme l'exige la Securities and Exchange Commission (SEC) pour les *mutual funds* américains. L'objectif de la règle de la SEC concernant les *mutual funds* est de répondre aux préoccupations concernant les conflits d'intérêts et, comme nous l'avons dit plus haut, aux préoccupations similaires concernant les fonds souverains. Il est cependant probable que les fonds souverains ne soient pas soumis à un *reporting* obligatoire auprès de la SEC dans ce domaine ; celui-ci soulèverait de nombreux problèmes juridiques et de traitement.

Encore plus discutée est la question des fonds qui s'interdisent de prendre des participations de contrôle. Il s'agit d'un élément du classement qui pourrait franchir les limites des meilleures pratiques pour relever des interdictions. Certains observateurs soutiennent que les fonds souverains ne devraient pas prendre des participations de contrôle, avec éventuellement une exception dans les projets

immobiliers où le contrôle peut être indispensable à la réussite de la performance économique de l'investissement. Pour cette raison, au moins, les faits sont intéressants. Quinze, soit près la moitié, des fonds « non retraite » souverains déclarent ne pas vouloir prendre des participations de contrôle, et quelques autres limitent leurs participations de contrôle. Huit des 10 FPS font de même. Dans la catégorie précédente, les 17 fonds souverains qui ne font pas de déclaration de ce genre comprennent très probablement au moins une demi-douzaine de fonds qui ne recherchent pas de participations de contrôle, mais ne le déclarent pas publiquement. Dans cette catégorie, le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) et le Stichting Pensioenfonds ABP néerlandais n'ont pas de politique officielle dans ce domaine.

Un sujet plus neutre est l'existence d'une politique d'un fonds en matière d'effet de levier (*leverage*), dont 4 des fonds « non retraite » souverains et la moitié des FPS sont pourvus. Il faut noter qu'avoir une politique limitant le recours à ces pratiques n'est pas la même chose que ne pas recourir à celles-ci, comme le prétendent certains qui décrivent les activités des fonds souverains comme inoffensives et de long terme. Les fonds souverains investissent dans des *hedge funds*, des sociétés de *private equity* et d'autres institutions financières à fort effet de levier dont les activités, y compris le recours à l'effet de levier, ne sont pas différentes de celle des *hedge funds* et des sociétés de *private equity*. En réalité, les fonds souverains apportent des capitaux qui permettent ensuite aux firmes de profiter de l'effet de levier et de générer des taux de rendement élevés pour les fonds eux-mêmes. Les fonds ne sont pas différents d'autres investisseurs, sauf que leurs participations peuvent se chiffrer en milliards plutôt qu'en centaines de millions de dollars américains. Ils devraient être tenus indirectement responsables du comportement d'investissement des institutions dans lesquelles ils investissent.

Une question similaire concerne la politique des fonds en matière de produits dérivés, ce qui est le cas pour une proportion plus importante (près d'un tiers) des fonds « non retraite » souverains et presque tous les fonds de pension. Enfin, les produits dérivés sont-ils utilisés seulement pour des opérations de couverture ? C'est le cas pour la plupart, mais pas tous ceux qui ont une politique en la matière.

Pour conclure cette section, les pratiques actuelles des FPS ou des fonds « non retraite » souverains sont très différentes. Au moins un fonds satisfait à l'un des éléments compris dans le classement, mais aucun fonds ne satisfait à tous. Les schémas de conformité sont divers. Des améliorations pourraient être apportées dans tous les domaines.

MISE EN ŒUVRE

Cette section examine quelques aspects de la mise en œuvre de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Comme nous l'avons déjà noté, le FMI a initié un dialogue pour définir de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Le conseil exécutif du FMI a approuvé cette initiative le 21 mars 2008 (FMI, 2008a).

Un critère sera de voir si la liste des meilleures pratiques proposées couvre substantiellement tous les éléments contenus dans le classement présenté dans cet article et se conformerait ainsi au projet qui a été exposé. Bien sûr, il n'est pas indispensable d'intégrer chaque élément précisément sous la forme présentée ici. Cependant, chaque élément devrait être pris en compte de manière appropriée. Une omission devrait être considérée comme un recul par rapport au projet. Rappelons-nous qu'il ne sera demandé à aucun fonds souverain de faire quelque chose qu'aucun autre fonds ne fait déjà. L'étude prospective du FMI (FMI, 2008b) sur les pratiques actuelles des fonds souverains devrait couvrir au moins tous les éléments du classement présenté ici.

Un second critère de succès est de savoir si ces meilleures pratiques seront adoptées de façon substantielle par tous les pays qui ont des fonds souverains importants. Une douzaine de pays ont plus de, ou près de, 100 Md\$ d'actifs étrangers dans leurs fonds souverains. S'ils adhéraient tous aux meilleures pratiques, il serait moins grave que les 25 autres pays ne le fassent pas immédiatement. Pour chaque pays, y compris ceux qui n'adhèreraient pas totalement, voire pas du tout, on peut s'attendre à ce que le pays se conforme, sinon il devra expliquer pourquoi il n'adhère pas de façon totale ou en partie²⁰.

Un troisième critère concerne la qualité de la conformité par les pays qui adhèrent aux meilleures pratiques. Si elles sont élaborées convenablement, selon le projet exposé ici, l'ensemble du régime deviendrait auto-exécutoire. Les responsables politiques, les médias, les intervenants des marchés financiers et le public dans son ensemble, dans les pays d'origine et les pays hôtes, devraient être capables de déterminer le degré de conformité.

D'un autre côté, si les meilleures pratiques convenues sous les auspices du FMI sont moins précises qu'elles ne devraient l'être, il sera nécessaire de créer une fonction « audit » qui rende compte de la conformité. Cette fonction pourrait incomber au FMI ou à la Banque mondiale, qui ont l'expérience requise et surveillent la conformité avec 12 des nombreux codes et normes internationaux existant. Cependant, dans le cas d'une norme pour un fonds souverain, où le nombre de pays concernés serait loin d'être universel, le coût financier

de cette activité d'audit pourrait être partagé entre les principaux pays et les pays hôtes plutôt que d'être reporté implicitement sur l'ensemble des membres du FMI ou de la Banque mondiale. Comme c'est le cas en ce qui concerne la conformité de normes existantes soumises à la surveillance et à la supervision du FMI et de la Banque mondiale, le processus de *naming and shaming*, associé à la pression des pairs de la part d'autres fonds souverains qui veulent éviter l'application de restrictions draconiennes de leurs activités, devrait contribuer à un degré élevé de conformité sur une courte période.

Avant de connaître le résultat du dialogue du FMI sur les meilleures pratiques pour les fonds souverains, certains observateurs ont critiqué cette initiative parce que, selon eux, le FMI ne dispose pas de pouvoirs exécutoires²¹. La proposition implicite était que les États-Unis devaient établir unilatéralement de meilleures pratiques pour les fonds souverains qui investissent aux États-Unis, et faire appliquer ces pratiques. La nature de cette « application » n'était pas clairement indiquée dans ce contexte. Comment les États-Unis pourraient-ils s'assurer de la conformité ? Les fonds souverains seraient-ils obligés de faire des rapports à la SEC et subir des pénalités si leurs rapports étaient jugés non sincères ? Quelle serait la nature de ces pénalités, et quelles seraient les conséquences pour un fonds souverain qui refuserait de faire des rapports à la SEC ? Un tel appareillage, en ce moment, aurait tous les avantages d'un recours à l'arme nucléaire pour exterminer un troupeau de moutons infectés par une maladie infectieuse.

Du côté des récipiendaires, de nombreux pays ont des régimes (très différents) concernant les investissements directs dans leur pays. En attendant la création d'un large consensus sur ces régimes qui s'appliquent aux investissements des gouvernements, ce que s'efforce actuellement de faire l'OCDE, et peut-être même dans ce contexte, les États-Unis et d'autres pays similaires pourraient raisonnablement décider de considérer la conformité d'un pays aux meilleures pratiques internationales pour les fonds souverains comme l'un des nombreux facteurs à prendre en compte pour déterminer si un investissement précis d'un fonds souverain doit être bloqué en raison d'une menace à la sécurité nationale. Par exemple, dans une lettre du 13 mars envoyée au secrétaire au Trésor Henry Paulson, les représentants Barney Frank, Carolyn Maloney et Luis Gutierrez ont proposé que la conformité d'un pays à certains aspects des meilleures pratiques des fonds souverains pourrait être considérée par le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) comme un facteur dans la détermination du CFIUS de dispenser ce pays d'une enquête approfondie sur un investissement projeté par un fonds de pension

gouvernemental, dans le contexte du Foreign Investment and National Security Act (FINSA) de 2007.

Dans quelle mesure le projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains exposés dans cet article répond-il aux critères soulevés ces derniers mois par le G7 et les responsables américains et européens ? (G7, 2007 ; Kimmit, 2008 ; Lowery, 2008 ; and Commission of the European Communities, 2008).

Pour ce qui est de la gouvernance, qui est commune aux critères mis en avant des deux côtés de l'Atlantique et apparaît sous le terme « structure institutionnelle » dans les communiqués du G7, le projet présenté ici devrait dans l'ensemble répondre aux principes définis par la Commission européenne (les déclarations des responsables américains sur le contenu de cette catégorie ont été moins précises que celles de l'Union européenne). La communication de la Commission inclut dans ses principes une répartition claire et une séparation des responsabilités, la publication d'une politique d'investissement et l'autonomie des opérations. Chacun de ces éléments est inclus dans notre projet. Les principes européens incluent également la relation du fonds souverain avec son gouvernement, la gouvernance interne et une politique nationale de régulation et de surveillance, mais ceux-ci constituent largement une réaffirmation des autres principes européens²².

Pour ce qui est de la transparence, qui est l'un des *desiderata* du G7 et de l'Union européenne sous l'intitulé de *world-class institutional integrity*, le projet couvre de nombreux aspects des politiques d'investissement signalés par les responsables américains et chacun des éléments spécifiquement mentionnés par l'Union européenne : déclaration annuelle des positions d'investissement et des allocations d'actifs, déclaration du recours à l'effet de levier et répartition des actifs, source et taille des ressources du fonds. La communication de la Commission européenne n'explique pas ce qu'elle entend par « l'exercice des droits de propriété ». Je suppose qu'il s'agit d'évoquer des sujets comme les directives sur la responsabilité de l'entreprise et les investissements éthiques, qui sont inclus dans le projet, et peut-être les questions de participation majoritaire et de l'usage des droits de vote, que nous avons abordées auparavant.

Les responsables du G7, des États-Unis et de l'Union européenne mentionnent les politiques de gestion des risques dans l'ensemble des meilleures pratiques pour les fonds souverains. Ce projet couvre plusieurs aspects qui font normalement partie de politiques de gestion des risques. Sans doute, quelques autres aspects pourraient être ajoutés, mais dans le contexte des événements récents sur les marchés financiers mondiaux, dire qu'il n'existe aucun code sur les politiques de gestion du

risque relève de la litote. En outre, une simple déclaration d'un fonds souverain affirmant qu'il suit une politique saine de gestion du risque, comme l'ont recommandé des responsables américains et européens, n'a rien de vraiment rassurant. Certains détails ont plus d'importance que des déclarations générales. Les responsables américains ont également soulevé la question des contrôles internes, qui sont importants mais difficiles à évaluer sans une supervision directe. Il se pourrait que dans ce domaine, les responsables américains et européens soient favorables à une supervision des fonds souverains, au-delà des informations qui doivent être rendues publiques à l'occasion des audits indépendants et publiés. Ils ne l'ont pas fait savoir ouvertement, et recommander des mesures de supervision aurait manifestement pour effet de faire monter les enchères dans le débat sur les meilleures pratiques des fonds souverains.

Enfin, certains principes mis en avant par les responsables américains semblent relever des déclarations apaisantes de bonnes intentions. Au-delà d'un intérêt politique superficiel, certains de ces principes n'ont guère de portée pratique dans le cadre d'un ensemble de meilleures pratiques pour les fonds souverains. Avec un tel ensemble, ces déclarations seraient largement superflues. Comme nous l'avons souligné, demander à un fonds souverain de déclarer que ses investissements sont fondés sur des considérations économiques est du même ordre. Le principe, d'origine américaine, selon lequel un fonds souverain doit s'engager à concurrencer loyalement le secteur privé est plus en rapport avec les activités d'une société nationalisée, ou d'une société financière ou non financière contrôlée par un gouvernement, qu'avec un fonds souverain.

On ne voit pas clairement non plus ce que signifie le principe selon lequel un fonds souverain doit respecter les règles du pays hôte. Peut-on réellement s'attendre à ce qu'un fonds souverain annonce publiquement qu'il entend passer outre de telles règles ou se montrer ambigu sur cette question, au vu des conséquences économiques, financières et politiques qu'entraînerait la violation de ces règles, notamment aux États-Unis où dans le passé, des sociétés ont été expulsées du pays ou ont subi de graves pénalités financières pour leurs infractions ? En outre, les États-Unis n'imposent pas de déclarations similaires à d'autres investisseurs extérieurs, et l'un des quatre principes pour les pays recevant des investissements des fonds souverains qui ont été signés le 20 mars 2008 entre les États-Unis, Singapour et Abu Dhabi, dispose que les pays récipiendaires doivent s'abstenir de toute discrimination entre les investisseurs.

Le projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains présenté dans cet article couvre l'essentiel des principes qui ont été retenus

jusqu'ici par les responsables du G7, des États-Unis et de l'Union européenne. Le principe dominant est celui de la responsabilisation, qui est dans l'intérêt des pays ayant des fonds souverains aussi bien que le système financier mondial. L'adoption de projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains devrait apaiser nombre de préoccupations raisonnables concernant les fonds souverains qui ont été formulées par les particuliers et les responsables politiques de leurs pays d'origine et des pays dans lesquels ils investissent. Un tel processus viendrait démystifier les fonds souverains et apaiser le contexte politique dans les pays récipiendaires. En outre, le contexte des propriétaires de fonds souverains et de leurs dirigeants deviendrait plus stable et plus prévisible.

NOTES

489

1. En dépit de toute cette publicité, une étude réalisée en février 2008 a montré que 6 % seulement de 1 000 personnes interrogées connaissaient quelque chose sur les fonds souverains (Public Strategies, 2008). Cependant, 49 % des personnes interrogées pensaient que les investissements par des gouvernements étrangers aux États-Unis avaient un effet négatif sur l'économie américaine, et 55 % que de tels investissements avaient un effet négatif sur la sécurité nationale américaine.

2. Nous classons les deux nouveaux fonds souverains russes comme un seul, ce qu'il était avant sa récente transformation. Pour les neuf autres fonds, rassemblés dans le volet « c » du tableau 1, ils sont soit trop récent pour être classés ou nous n'avons pas pu trouver suffisamment d'information pour le faire.

3. Dans quelques cas, nous avons confirmé les faits avec les fonds eux-mêmes, ou ils nous ont fourni des informations en réaction à Truman (2008a).

4. Ce tableau de classement est révisé et mis à jour par rapport à celui présenté par Truman (2008a) selon trois considérations : premièrement, nous avons augmenté le nombre de fonds de 33 à 34 ; deuxièmement, nous avons ajouté huit éléments nouveaux essentiellement dans la catégorie « comportement » ; troisièmement, nous avons reclassé tous les fonds, dans certains cas sur la base d'informations nouvelles ou meilleures. Au bout de six mois, certains fonds souverains ont, de façon substantielle, amélioré la publication d'informations sur leurs activités en réponse à l'examen rigoureux de ces dernières, inclus dans le tableau du classement initial.

5. Le tableau affiche le score de chaque fonds dans chaque catégorie et le total par rapport au maximum de points possibles. Le score total et les classements sont les mêmes s'ils sont calculés comme une simple moyenne des scores de chacune des quatre catégories. La corrélation est de 0,77.

6. Pour les fonds « non retraite » souverains, les coefficients de variation (déviations standard divisées par les moyennes) sont plus élevés dans la catégorie « comportement » (1,19), essentiellement les mêmes (0,71 et 0,72) pour les catégories « gouvernance » et « responsabilisation et transparence » et le plus bas dans la catégorie « structure » (0,35). Le même profil se retrouve pour l'ensemble des 44 fonds qui ont été classés.

7. Lorsqu'un fonds obtient un « crédit » partiel dans le classement, celui-ci est inclus dans le total pour cet élément.

8. Il s'agit d'Abu Dhabi Investment Authority and Council, du State General Reserve Fund d'Oman, du Oil Revenue Stabilization Account du Soudan et du National Development Fund (Fonden) du Venezuela.

9. En outre, la justification économique d'une telle distinction est faible ; voir : Truman (2008b).

10. Le Government Pension Fund-Global de Norvège, la Kuwait Investment Authority et le Permanent Mineral Trust du Wyoming.

11. Nous attribuerions à un tel fonds souverain la note « 1 », même si nous n'avons pas identifié une telle entité.

12. En l'absence de toute information publique, un fonds souverain reçoit un « 0 » dans nos classements.

13. La situation du Government Pension Investment Fund japonais est vague. Il n'obtient qu'un demi point.

14. Sur le rôle de la transparence et de la responsabilisation en matière de décisions économiques, voir : G22 (1998).

15. Rappelez-vous que si un fonds souverain obtient un crédit partiel, celui-ci est comptabilisé dans le score total.

16. Pour obtenir un score plein, un fonds souverain doit publier les noms de chaque mandataire. S'il se contente de dire qu'il accorde des mandats, nous ne lui donnons aucun crédit.

17. La Kuwait Investment Authority (KIA) a instauré des interdictions et des sanctions concernant la publication d'informations, mais n'en publie pas moins aujourd'hui la taille de son General Reserve Fund, qui est principalement investi au Koweït, et de son Future Generation Fund, beaucoup plus important, qui est principalement investi en dehors du pays. Dans l'ensemble, la KIA obtient un score de 48 - légèrement supérieur à la moyenne et au point médian du classement de tous les fonds « non retraite » souverains (46).

18. Une variante moins édifiante de cet argument, qui s'applique également à l'élément suivant (publicité du rendement du fonds souverain) est que l'historique des investissements du fonds souverain pourrait embarrasser les autorités.

19. Si l'audit est fait en interne, son objectivité s'en trouve réduite. Cependant, nous accordons un score plein s'il est effectué par une autorité d'audit constituée séparément par le gouvernement.

20. Certains soulignent que les *hedge funds* et les sociétés de *private equity* ne sont pas soumis à des normes de meilleures pratiques et aux déclarations qui les accompagnent et que, donc, les fonds souverains ne devraient pas l'être non plus. A ces arguments, j'apporte trois réponses : la tendance est à une plus grande déclaration de la part des *hedge funds* et des *private equity*. Pendant près de dix ans, j'ai recommandé davantage de déclarations de la part des grands *hedge funds* et, par extension, de la part des sociétés de *private equity*. Les gouvernements devraient être soumis à des normes plus élevées de déclaration parce qu'ils doivent rendre compte plus largement de leurs politiques et de leurs actes.

21. Voir : l'article du sénateur Evan Bayh, « Time for Sovereign Wealth Rule », *The Wall Street Journal*, 13 février 2008.

22. Les responsables américains ont également mentionné les contrôles internes, qui se retrouvent dans la catégorie « comportement » de ce projet.

490

BIBLIOGRAPHIE

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2008), *A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds*, communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, COM (2000) 115, 27 février, disponible sur le site : <http://ec.europa.eu>.

- COWPER S. (2007), « A Word to the Wise : Managing Alaska's Oil Wealth », in *Sovereign Wealth Management*, ed. Johnson-Calari J. et Rietveld M., London : Central Bank Publications.
- FMI (2004), *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, Washington.
- FMI (2007), *The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom*, Washington, 5 mars.
- FMI (2008a), *IMF Board Endorses Work Agenda on Sovereign Funds*, IMF Survey Online, Washington, 21 mars, disponible sur le site : <http://www.imf.org>.
- FMI (2008b), *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*, Washington, 29 février, disponible sur le site : <http://www.imf.org>.
- G7 (2007), déclaration des ministres des Finances du G7 et des gouverneurs des banques centrales, Washington, 29 octobre, disponible sur le site : <http://www.g8.utoronto.ca>.
- G22 (1998), *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, Bâle, Suisse : Bank for International Settlements, disponible sur le site : <http://www.bis.org>.
- KESTER A. (2001), *International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template*, Washington : FMI.
- KIMMITT R.-M. (2008), « Public Footprints in Private Markets : Sovereign Wealth Funds and the World Economy », *Foreign Affairs*, vol. 87, n° 1, janvier-février, pp. 119-30.
- LOWERY C. (2008), *The Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy*, Remarks at Barclays Capital's 12th Annual Global Inflation-Linked Conference, 25 février.
- LUMMIS C. (2007), « Combating the Mineral Curse : the Case of Wyoming », in *Sovereign Wealth Management*, ed. Johnson-Calari J. et Rietveld M. London : Central Bank Publications.
- MCCORMICK D.-H. (2008), *Testimony before the Joint Economic Committee*, Washington, 13 février.
- OCDE (2000), *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, Paris.
- PUBLIC STRATEGIES (2008), « US National Omnibus Survey Conducted », 12-13 février, disponible sur le site : <http://www.pstrategies.com>.
- TRUMAN E.-M. (2008a), « The Management of China's International Reserves : China and a Sovereign Wealth Fund Scoreboard », in *Debating China's Foreign Exchange Rate Policy*, ed. Goldstein M. et Lardy N.-R.
- TRUMAN E.-M. (2008b), « Do Sovereign Wealth Funds Pose a Risk to the United States ? », communication à l'American Enterprise Institute, Washington, 25 février, disponible sur le site : <http://www.petersoninstitute.org>.

