

LES FONDS SOUVERAINS : ÉTAT DES LIEUX DANS LE SUD-EST ASIATIQUE

JEAN-MARIE DEMANGE *

Le Sud-Est asiatique est bien doté en fonds souverains puisque cette région en dispose de cinq, présents dans quatre pays : Government of Singapore Investment Corporation (GIC) et Temasek à Singapour, Khazanah en Malaisie, Brunei Investment Agency (BIA) à Brunei et le fonds pétrolier au Timor Oriental. Avant la crise des *subprimes*, leur capitalisation était évaluée à plus de 600 Md\$, GIC étant de loin le premier opérateur avec plus de 300 Md\$ d'actifs.

85

En termes de typologie, deux de ces fonds sont alimentés par des recettes pétrolières et gazières : BIA et le fonds pétrolier du Timor Oriental ; deux autres sont essentiellement les holdings industrielles de Singapour (Temasek) et de la Malaisie (Khazanah) ; enfin, GIC est un fonds souverain unique dans son genre, puisqu'il gère, pour le compte de son seul client, le ministère des Finances singapourien, les excédents budgétaires, une partie des réserves de change ainsi qu'un montant important des cotisations sociales (obligatoires) prélevées à Singapour.

En matière de transparence, le fonds pétrolier du Timor Oriental ainsi que Temasek font bonne figure, ce qui est moins le cas pour GIC, Khazanah ou BIA.

En termes de gouvernance, le fonds pétrolier du Timor Oriental, Temasek et GIC se distinguent par la qualité de leur système de direction.

* Ministre conseiller pour les affaires économiques, chef des services économiques pour les pays de l'ASEAN. L'auteur souhaite remercier les chefs des missions économiques de Kuala Lumpur et Jakarta pour leur contribution à la réalisation de ce dossier.

Dans ce qui suit, nous décrivons brièvement ces fonds souverains peu connus (excepté Temasek) et nous nous attachons à décrire leur fonctionnement, leur stratégie ainsi que leurs perspectives à moyen terme.

LE CAS DE TEMASEK À SINGAPOUR

Temasek est la holding de la République de Singapour qui regroupe l'ensemble des participations de l'État dans les *government-linked companies* (GLC) singapouriennes : Singapore Airlines, PSA International (le port de Singapour), Neptune Orient Lines, Keppel corporation, SembCorp Industries, Singapore Technologies Engineering, Chartered Semiconductor Manufacturing, Capitaland, Mediacorp, Singtel, Starhub, DBS Group Holdings... ainsi que les participations dans les sociétés étrangères où l'État singapourien est actionnaire : Bank of China, China Construction Bank, ICICI Bank, Hana Financial Group, Bank Danamon, Shin Corporation...

Un modèle original de capitalisme d'État

Temasek a été créé en 1974 par Lee Kwan Yew, le père fondateur de Singapour, pour gérer et faire fructifier par des professionnels les participations de l'État dans le secteur industriel, selon une logique commerciale et marchande, l'État se réservant les missions régaliennes et de régulation. À l'époque, la valeur des participations transférées s'élevait à environ 175 M€. Au 31 mars 2008, date de clôture du dernier exercice, elle avoisinait 100 Md€.

Ses participations se concentrent dans le secteur financier (40 %), les télécommunications et les médias (24 %), les transports et la logistique (10 %). Elles sont généralement significatives (52 % dans des sociétés cotées avec une participation de plus de 20 %) et liquides (30 % dans des sociétés cotées et seulement 18 % de non cotées). Avec seulement 300 salariés dont 40 % de non Singapouriens, la holding laisse une très grande autonomie de gestion aux sociétés dans lesquelles elle détient des participations et n'est d'ailleurs pas toujours présente au conseil d'administration. C'est, par exemple, le cas de Standard Chartered dont elle détient pourtant plus du quart du capital.

Temasek occupe une place quasi monopolistique à Singapour dans certains secteurs stratégiques (défense, approvisionnement en énergie). Ces GLC sont au cœur du succès économique de la cité-État : infrastructures et transports maritime et aérien (Singapore Airlines, Port of Singapore - PSA -, Neptune Orient Lines - NOL), ingénierie dans le domaine maritime et pétrolier (Keppel, SembCorp), électronique (Singapore Technologies, Chartered...), services financiers (DBS),

secteur de la santé et des biotechnologies ou secteur des technologies de l'information et de la communication (Singtel). Dans sa Charte (2002), Temasek fait un distinguo entre ces investissements « stratégiques », dont il souhaite conserver le contrôle, et les autres. Cependant, la ligne de démarcation entre les deux n'est pas toujours évidente : ainsi, Temasek a récemment privatisé les trois centrales électriques assurant la production d'énergie de la cité-État.

Temasek contrôle six des quinze plus grandes entreprises cotées de Singapour, lesquelles ont une valeur combinée représentant environ un quart de la capitalisation totale de la Bourse de Singapour.

Une stratégie d'expansion régionale tous azimuts

Compte tenu de la taille de son marché domestique, Temasek s'est très tôt tourné vers les marchés extérieurs. Outre son siège à Singapour, Temasek détient cinq bureaux de représentation (Pékin, Shanghai, Hô Chi Minh, Hong Kong, Mumbai) et vient d'ouvrir deux bureaux en Amérique Latine (Mexico City et Sao Paolo). Mais depuis cinq ans, le fonds a accéléré son mouvement d'internationalisation en centrant son développement sur l'Asie, zone la plus dynamique et présentant les meilleures perspectives de retour sur investissement. La part de l'Asie (hors Japon) dans son portefeuille est ainsi passée de 19 % à 40 % entre 2005 et 2007 (dont désormais 24 % pour l'Asie du Nord, 12 % pour l'ASEAN hors Singapour et 4 % pour l'Asie du Sud) ; pour les mêmes dates, la part de Singapour a, elle, baissé de 49 % à 34 % et celle de l'OCDE (hors Corée) est de l'ordre de 26 %.

87

Les acquisitions récentes les plus significatives ont été réalisées dans le secteur financier. Temasek avait acquis 5 % de Bank of China et 6 % de China Construction Bank en 2006. Temasek a désinvesti 700 M€ en Chine en décembre 2007, cédant la moitié de ses 5,72 % dans Cosco, le plus gros transporteur de containers asiatique, pour 150 M€, et réduisant sa participation dans Bank of China de 4,6 % à 4,1 % et de 6 % à 4 % dans China Construction Bank.

Temasek, qui est un investisseur historique de la banque singapourienne DBS (27 %), détient aussi, depuis juillet 2007, une participation de 2,1 % dans le capital de Barclays (pour 1,5 Md€) et de 19 % dans Standard Chartered Bank. Par ailleurs, Temasek possède également une participation significative dans Bank of America, suite à ses investissements significatifs dans Merrill Lynch.

D'excellents résultats financiers

Temasek est noté AAA par Standard & Poor's et publie un rapport annuel depuis 2004. Depuis 1974, le rendement moyen des investissements a été de 18 %. Il a même atteint 22 % sur les trois dernières

années et 27 % pour le dernier exercice clos au 31 mars 2007. Depuis 2002, plus de 40 Md€ ont été investis hors de Singapour, avec un rendement annuel moyen de 38 %. Le ratio de retour sur capitaux investis était de 15,9 % en 2006 et de 8,9 % en 2007. Le ratio de retour sur actifs était de 9,2 % en 2006 et de 6,8 % en 2007. Le groupe est très faiblement endetté, la dette nette ne représentant, au 31 mars 2007, que 14,6 % des fonds propres.

*Bien que contrôlé par les pouvoirs publics,
Temasek est très lié à l'exécutif singapourien*

Le président du conseil d'administration est S. Dhanabalan, ancien ministre des Affaires étrangères. Ho Ching, la directrice générale, n'est autre que la femme du Premier ministre, Lee Hsien Loong, lequel est le fils du fondateur de Singapour toujours « ministre mentor », Lee Kwan Yew. Le conseil d'administration compte aussi dans ses rangs le directeur général du ministère des Finances.

Le président de la République approuve la nomination et le renouvellement des membres du conseil d'administration ainsi que de son président. Il peut les révoquer à tout moment. Le président de Temasek et son directeur général doivent lui soumettre une demande d'autorisation lorsqu'ils souhaitent utiliser les réserves de la holding. À cause de ces liens avec le gouvernement singapourien, Temasek est encore perçu comme « une menace » pour les pays voisins et a enregistré récemment certains déboires, notamment dans le secteur des télécommunications (Shincorp en Thaïlande, Telkomsel et Indosat en Indonésie), même si ces déconvenues sont critiquables sur le plan juridique.

88

Perspectives

Dans un environnement financier mondial difficile, Temasek a réussi à dégager des résultats positifs, même si le retour sur investissement pour l'État singapourien a été plus faible en 2007 et 2008. Il faut toutefois rappeler que contrairement à GIC, gestionnaire de fonds ayant pour objectif affiché de faire fructifier des fonds qui lui sont confiés par l'État singapourien, Temasek est censé gérer les participations de l'État en tant qu'investisseur actif et de long terme, il est également un des vecteurs de la politique de développement de la cité-État. Par exemple, la cession des entreprises productrices d'électricité n'entre pas dans une logique purement financière, mais dans la stratégie des autorités de désengager l'État d'activités commerciales qui n'ont plus besoin de faire partie du service public, tout en introduisant une dose de concurrence dans le secteur. Dans les années à venir, on pourrait

s'attendre à la poursuite de la diversification géographique du portefeuille de Temasek du fait de la stratégie qui cible de nouveaux pays, notamment la Russie et les pays d'Amérique Latine. Cependant, la crise actuelle amène certains dirigeants de la holding à souhaiter également un recentrage de son périmètre d'action traditionnel sur Singapour, l'ASEAN et la Chine.

LE CAS DE GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION

GIC : une société chargée par l'État de gérer une part de l'épargne publique

GIC gère les fonds que lui confie son unique client, le ministère des Finances singapourien dans une perspective de long terme avec des rendements élevés pour permettre au pays de faire face, dans le futur, à de nouvelles charges liées notamment à l'évolution démographique de la cité-État ou à des crises économiques. Elle est, sur le plan opérationnel, distincte du gouvernement même si elle est, dans les faits, étroitement liée et surveillée par le gouvernement. Elle est présidée par Lee Kuan Yew, et son conseil d'administration est composé de ministres et de représentants de la communauté d'affaires. Le Dr Tony Tan, qui est l'un des anciens membres du gouvernement les plus influents, en est le co-président.

Compte tenu du déséquilibre entre l'épargne et l'investissement (24 % du PIB en 2007) à Singapour, conséquence du niveau élevé de l'épargne interne (47 % du PIB en 2007), et d'un taux d'investissement relativement faible (23 % du PIB), les fonds transférés à GIC sont très élevés. Les sommes confiées à GIC proviennent de trois sources :

- une première partie provient des excédents budgétaires que le gouvernement dégage depuis l'indépendance de la cité-État. Grâce à une politique fiscale prudente, à la taille modeste de la cité-État, à des ventes récurrentes de terrains ainsi qu'aux substantiels dividendes versés par Temasek (qui a ainsi versé 4,7 Md€ de dividendes sur 2005 et 2006), le gouvernement dégage chroniquement un excédent budgétaire. Ainsi, entre 2000 et 2006, les excédents budgétaires cumulés se sont élevés à 40 Md€, soit une moyenne annuelle de 5,5 Md\$ (5 % du PIB) ;
- une deuxième composante est constituée par une partie des réserves de change (qui s'élevaient, à fin juin 2008, à 110 Md€) et que ne conserve pas la Monetary Authority of Singapore (MAS) pour ses besoins de politique de change ;
- une troisième partie est issue du système de cotisations sociales obligatoires : Central Provident Fund (CPF). Les salariés doivent

placer une partie de cette épargne dans des obligations émises par l'État singapourien. Comme ce dernier est dans une situation excédentaire, il confie une part du produit de ces émissions à GIC.

Le gouvernement ne communique pas le montant du porte-feuille investi par GIC. La réglementation singapourienne ne l'astreint d'ailleurs à aucune obligation de publicité et il ne publie aucun rapport annuel. Le gouvernement entoure ses actifs du plus grand secret car il ne souhaite pas, pour des raisons géopolitiques, attirer l'attention de ses voisins, ni que GIC soit pénalisée dans ses démarches commerciales. Sur le plan interne, le gouvernement considère que s'il communiquait sur l'opulence réelle de l'État, cela générerait des demandes de baisse d'impôts ou de dépenses publiques. Le système du CPF fait également l'objet de débats réguliers car pour garantir la sécurité du rendement, le gouvernement oblige les cotisants à investir dans des obligations d'État alors que ce dernier obtient des rendements supérieurs avec le fruit de ces emprunts.

Une politique d'investissement risquée, mais qui ne cherche généralement pas à avoir une influence sur la gestion des entreprises

90 Si comme pour bon nombre de fonds souverains, la politique d'investissement de GIC s'inscrit dans le long terme, elle se distingue par une politique d'allocation d'actifs qui privilégie le risque et le rendement à la sécurité. Largement investis au début des années 1980 dans des obligations souveraines et bons du Trésor (majoritairement aux États-Unis), les actifs de GIC sont aujourd'hui beaucoup plus diversifiés entre titres publics (44 % répartis pour 34 % dans les pays industrialisés et 10 % dans les pays émergents), obligations émises par des entreprises (26 %), actifs dans l'immobilier (10 %) et actions et autres instruments financiers (20 %). Par ailleurs, depuis une dizaine d'années, GIC a développé ses investissements vers les pays émergents, notamment asiatiques. Au 31 mars 2008, le portefeuille de GIC était ainsi quasiment équilibré entre trois zones géographiques : un tiers aux États-Unis (34 % exactement), un tiers en Europe (35 %) et un tiers dans le reste du monde, essentiellement en Asie-Pacifique. Concernant l'Europe, on notera que derrière le Royaume-Uni (8 % du portefeuille de GIC), la France est le pays européen où GIC a la plus grande part de son portefeuille (5 %), loin devant l'Allemagne, l'Italie ou la Suisse avec 3 % chacun. En partant de l'hypothèse d'un portefeuille total de plus de 300 Md\$, GIC disposerait donc d'investissements en France compris entre 15 Md\$ et 25 Md\$.

Depuis sa création, le rendement de GIC aurait été de 4,5 % par an en terme réel. GIC gère les trois quarts de ses actifs en interne avec un effectif de 900 personnes. Outre Singapour, GIC compte six bureaux

répartis dans ses principales zones d'investissement (Pékin, Shanghai, Hong Kong, Londres, New York et Bombay). Un quart des actifs est confié à des gestionnaires externes, ce qui participe d'ailleurs au développement de la place financière de la cité-État.

Lors de la crise des *subprimes*, GIC a investi 5 Md€ dans Citigroup et 7,3 Md€ dans UBS détenant ainsi 4 % du capital de Citigroup et 9 % d'UBS.

Un professionnalisme reconnu, mais une transparence insuffisante

GIC bénéficie d'une large reconnaissance, de la part de la communauté financière internationale, pour la qualité de sa gestion et de sa stratégie basée sur la prééminence des considérations commerciales et sur des engagements de long terme. Son rôle a été spécialement salué lors de la crise financière des *subprimes* où elle s'est portée au secours de grandes institutions financières en difficulté.

Le sujet de la transparence ainsi que celui de la responsabilité de GIC vis-à-vis de citoyens-contribuables restent cependant des sujets épineux compte tenu de la quasi-absence d'information divulguée au public. Toutefois, il faut reconnaître que ceci découle de l'absence d'obligation légale de publicité existant à Singapour pour les sociétés n'ayant qu'un seul actionnaire, ce qui est le cas pour GIC. Il n'existe pas d'obligation de rapport devant le Parlement.

91

Perspectives

Les autorités singapouriennes semblent cependant avoir compris la nécessité de faire preuve d'une plus grande transparence. En mars 2008, Singapour, Abu Dhabi et les États-Unis ont signé un accord contenant des principes généraux relatifs aux investissements des fonds souverains (tant pour les gouvernements abritant des fonds souverains que vis-à-vis des pays récipiendaires). Cet accord, qui selon les termes du ministre des Finances singapourien, lie GIC et Temasek, inclut notamment des dispositions relatives à une plus grande transparence. Fin 2007, GIC s'est engagée à fournir davantage d'informations sur sa politique d'investissement dès le deuxième semestre 2008. De fait, GIC a présenté, en septembre 2008, un premier rapport ne comprenant cependant que des informations très générales.

KHAZANAH : LA HOLDING INDUSTRIELLE DE LA MALAISIE

Le gouvernement malaisien a créé, en septembre 1993, Khazanah Nasional Bhd, en vue de gérer les actifs de l'État et d'entreprendre pour son compte des investissements stratégiques, notamment dans le secteur des hautes technologies.

Ayant débuté ses opérations en 1995, Khazanah gère actuellement 25 Md\$ d'actifs investis en Malaisie, mais également dans douze pays d'Asie, en Arabie Saoudite, en Nouvelle-Zélande et en Grande-Bretagne. Khazanah détient des parts significatives dans le capital de grandes entreprises nationales : Proton (automobile, 42,7 %), Tenaga Nasional (électricité, 37,8 %), Malaysia Airport (72,7 %), Pos Malaysia (Poste, 32,2 %), Iskandar Investment Bhd (projet de ville nouvelle, 75 %), Telekom Malaysia (télécommunications, 41,8 %)...

Ses actifs sont principalement dans les médias et la communication (22 %), les infrastructures et la construction (20 %), la finance (19 %), les services publics (16 %), les transports et la logistique (10 %). En quatre ans, 42 investissements, d'un montant de 28,6 MdMYR, ont été réalisés dont 22 en Malaisie pour 21 MdMYR.

Organisation et contrôle de Khazanah :
« *eyes on, hands off* »

Khazanah a été construite sur le modèle de son homologue singapourien, Temasek, créé en 1974. Détenu à 100 % par le ministère des Finances (MOF Incorporated), elle est dirigée par un conseil d'administration de huit membres, représentant les secteurs public et privé. Ce conseil est présidé par le Premier ministre. Les activités de la holding sont donc étroitement suivies et contrôlées par le pouvoir politique.

Les affaires courantes sont gérées par le *Managing Director*, Azman Mokhtar, assisté d'une trentaine de collaborateurs, pour la plupart recrutés dans le secteur privé. Ceux-ci sont en charge des affaires administratives et financières, de l'évaluation des projets d'investissement et du suivi des performances des filiales et des participations diverses du groupe. En pratique, leur implication dans la gestion courante de ces entreprises est relativement faible, laissant aux dirigeants nommés une marge de manœuvre certaine (*eyes on, hands off*). L'expertise technique et juridique est externalisée auprès de cabinets de consultants et d'avocats.

La mission de Khazanah est d'optimiser le rendement et d'accroître la valeur des investissements de l'État, ce qui suppose une évaluation préalable de la viabilité commerciale des projets envisagés et une grande sélectivité dans les choix d'investissement, difficilement compatibles avec une forte ingérence du pouvoir politique dans la prise de décisions. Ce dilemme est résolu en pratique par la séparation au sein de la holding de deux types d'activités : les investissements « nationaux », dont la rentabilité économique n'est pas évidente, même à long terme, mais qui sont imposés par le gouvernement, et les autres fondés sur des critères économiques.

*Le principal enjeu de Khazanah :
faire entrer les « government-linked companies »
dans l'ère de la concurrence*

Une meilleure gestion des entreprises publiques malaisiennes, qui contribuent à environ la moitié du PIB du pays, faisait partie des projets de réformes économiques du Premier ministre, Abdullah, énoncées lors d'un discours le 14 mai 2004. La performance des entreprises publiques est traditionnellement faible. Une forte valorisation de la valeur de leurs actions est possible. Cela est d'autant plus important que les quarante sociétés publiques cotées en Bourse contribuent à 34 % du total de la capitalisation boursière de Kuala Lumpur.

Khazanah, par les sociétés qu'elle détient ou contrôle, est la clé de voûte de cette réforme. Depuis 2004, les GLC ont adopté un système d'indicateurs de performance et certaines d'entre elles, dont Telekom Malaysia et Tenaga, ont connu un changement de directeur général. Le Premier ministre a également indiqué que le gouvernement allait mettre en place un élément variable plus élevé dans la rémunération des dirigeants.

Quatre ans plus tard, l'impulsion donnée en faveur d'une gestion plus efficace des entreprises publiques commence à produire des effets. Le programme décennal de transformation des entreprises publiques, commencé en mai 2004, en est à 40 % de ses objectifs, selon Azman Mokhtar. La phase 4 du programme, allant de 2010 à 2015, prévoit qu'à ce terme, la plupart des entreprises publiques seront concurrentielles.

93

Des priorités essentiellement sectorielles

Khazanah est appelée par le gouvernement à investir dans des projets « nationaux », décidés en fonction de critères plus politiques qu'économiques, et dont la rentabilité, même à long terme, est plus difficile à démontrer : financement du complexe immobilier de la nouvelle capitale administrative (Putrajaya Holdings, 15,6 %), sauvetage de grandes entreprises contrôlées par des personnalités proches du pouvoir politique visant à éviter une revente de celles-ci à des investisseurs étrangers. Le dernier en date est le projet de création de ville nouvelle, Iskandar, dont Khazanah est le pilote.

Khazanah a également investi massivement, grâce aux revenus dégagés par les grandes entreprises nationales, dans les industries considérées comme prioritaires pour le développement à long terme du pays et la modernisation de son tissu industriel : automobile, aéronautique, électronique, semi-conducteurs, fibre optique et multimédia. L'objectif de ces investissements, qui ont vocation à devenir commercialement

viables, est de servir de « catalyseur » aux projets visés, en faisant absorber par l'État une partie du risque commercial. Ils sont lancés sous forme de *joint-ventures* avec des partenaires privés, locaux ou étrangers. En cas de succès, Khazanah peut être amenée à céder ses parts à des investisseurs privés intéressés.

Enfin, Khazanah cherche à se développer à l'étranger, notamment dans les pays de l'ASEAN et en Chine, et ne semble pas intéressée, à ce stade, par des investissements dans des sociétés occidentales.

Perspectives : un développement encore très national

Les actifs de Khazanah étaient au 31 mai 2008 de 53,1 MdMYR, soit 15 % de moins qu'un an auparavant mais 60 % de plus qu'en 2004 (date de prise de fonction de Azman Mokhtar). 12 % des actifs sont hors de Malaisie et Khazanah veut augmenter cette part, en particulier en Chine. À cet égard, Khazanah a signé, le 8 août 2008, un accord de *joint-venture* avec Beijing China Sciences General Energy & Environment Co. pour investir 150 M\$ au cours des trois prochaines années pour le développement d'au moins huit projets ayant trait à l'efficacité énergétique en Chine. En ce sens, c'est le premier investissement relatif à l'environnement du groupe Khazanah.

94

Cependant, Khazanah a dû faire face en 2008 à une conjoncture économique qui a fait chuter la valeur de ses actifs de 37 % pendant les sept derniers mois de l'année, selon une déclaration de ses dirigeants en date du 19 janvier 2009. En 2009, Khazanah limitera ses activités sur les Bourses internationales par mesure de prudence et se concentrera sur les investissements nationaux.

Pour la période allant de 2009 à 2011, une estimation de 58 MdMYR d'investissements est annoncée, notamment dans le projet d'Iskandar et dans les secteurs de l'énergie, des télécommunications, du tourisme, des infrastructures, de l'aéronautique, de l'agriculture, de la santé et des nouvelles technologies.

BRUNEI INVESTMENT AGENCY

*Un fonds souverain créé en 1983, conservateur dans sa gestion
et présent en France tant sur les marchés obligataires,
d'actions qu'immobilier*

Brunei, qui est aujourd'hui le troisième producteur de pétrole en Asie après l'Indonésie et la Malaisie et le quatrième producteur de gaz mondial, bénéficie d'une importante rente de ces hydrocarbures : le pétrole et le gaz représentent ainsi 90 % des recettes d'exportation et du budget de l'État et 55 % du PIB. Pour gérer cette rente, le sultan a

créé en 1983 la Brunei Investment Agency (BIA), dont l'objectif essentiel est d'optimiser ses placements financiers sur le long terme *via* le General Reserve Fund qui est un fonds d'épargne destiné aux générations futures.

À la création de l'Agence en 1983, le prince Jefri, le frère du sultan, alors ministre des Finances, a pris la tête de l'institution. Suite à un différend entre le sultan et son frère, une nouvelle équipe de professionnels a pris depuis quelques années la direction de la BIA.

Sur le plan administratif, le fonds est régi par le chapitre 137 du recueil des lois de Brunei et rattaché au ministère des Finances dont il constitue l'un des cinq départements. Son conseil d'administration est présidé par le ministre de l'Énergie, Pehin Yahya, qui rapporte directement au sultan, et ses membres sont le second ministre des Finances (le premier n'est autre que le sultan), le ministre de la Justice, le *Permanent Secretary* du ministère des Finances, le directeur général de la BIA et le responsable de l'audit interne de l'Agence.

La BIA compte actuellement 230 salariés, essentiellement basés à Bandar Seri Bagawan, ainsi que 30 personnes à Londres et 2 à Paris. Elle investit à la fois de façon directe, mais également *via* des gestionnaires de fonds.

Les actifs de la BIA étaient estimés, avant la crise des *subprimes*, à environ 100 Md\$, ils couvrent toutes les classes d'actifs : actions, obligations, immobilier, domaines résidentiels, fonds de capital-risque, *private equities*, fonds de gestion alternative et fonds de *commodities*. Les biens les plus connus sont les hôtels Plaza Athénée et Meurice à Paris, Dorchester à Londres, Principe de Savoye à Milan, Beverley Hills à Los Angeles, les Royal Scotts et Grand Hyatt à Singapour et le Nusa Dua Hotel à Bali. Par ailleurs, l'Agence possède à Brunei l'entreprise de téléphonie mobile DSA, l'hôtel Empire, le Polo Club et Royal Brunei Airlines. En termes géographiques, la répartition du portefeuille de l'institution s'établirait ainsi : États-Unis : 45 %, Europe : 35 % et Asie : 20 %.

Une institution peu transparente

La BIA est une institution très secrète qui ne publie aucun rapport et ne dispose d'aucun site Internet. Il est même précisé dans le chapitre 137, partie II, article 12 du recueil des lois de Brunei, que toute personne qui divulguerait des informations sur l'agence encourrait trois ans de prison et 5 000 dollars d'amende. En termes de stratégie, l'agence n'affiche pas de spécialisation sectorielle (excepté l'hôtellerie de luxe) et interviendrait par investissements minoritaires. Sa rentabilité depuis vingt-cinq ans serait de l'ordre de 9 % en dollars courants et 5 % en termes réels.

Perspectives

Ce fonds souverain, qui est présent de façon discrète sur les marchés depuis plus de vingt-cinq ans, a une stratégie *low profile* sauf sur le secteur de l'hôtellerie de luxe et une approche très conservatrice. En termes de stratégie, il convient de préciser que des réflexions sont en cours à Brunei pour recentrer l'activité de ce fonds sur les investissements internationaux du sultanat.

*LE FONDS PÉTROLIER DU TIMOR ORIENTAL**Un fonds créé en 2005, destiné à optimiser
la manne pétrolière et gazière du Timor Oriental*

Le gouvernement du Timor a mis en place, le 22 septembre 2005, le fonds de gestion des revenus pétroliers (Petroleum Fund). L'objectif du gouvernement est de pouvoir gérer de manière transparente et prudente les importantes ressources tirées des hydrocarbures. Sont transférés sur ce fonds, créé sur le modèle norvégien, tous les revenus tirés des ressources pétrolières et gazières du Timor Oriental.

Le fonds ne peut être ponctionné par l'État que pour combler le déficit budgétaire à hauteur maximum de 3 % de la richesse pétrolière totale, afin de maintenir constante sa valeur initiale (estimée à 13 Md\$). Le montant des transferts est recalculé chaque année et vérifié par un auditeur indépendant. Il a été fixé à 294 M\$ pour l'année 2008. Les montants transférés peuvent être consacrés aux dépenses courantes ou d'investissement de la loi de finances en vigueur. Pour ce faire, le gouvernement présente au Parlement une demande de transfert. Un conseil consultatif (Petroleum Fund Consultative Council), où siègent notamment des représentants de la société civile, doit émettre un avis sur la recevabilité d'une telle demande auprès du Parlement avant que celui-ci autorise son versement.

La loi définit également la manière dont le fonds investit à l'étranger. La stratégie d'investissement est élaborée par le ministère des Finances sous les recommandations d'un comité d'investissement (Investment Advisory Board) multipartite où siège, notamment, un représentant du ministère norvégien du Pétrole. Sur la base de la stratégie définie, le fonds est géré par l'autorité monétaire du pays (Banking and Payments Authority - BPA). La BPA publie chaque trimestre un rapport d'activité. Le ministère des Finances évalue périodiquement la gestion opérée par la BPA.

De septembre 2005 à juin 2008, la banque dépositaire du fonds pétrolier était la Réserve fédérale de New York. La filiale australienne de JP Morgan a été choisie en juin 2008 par le gouvernement timorais

pour la remplacer, ce qui ouvre la voie à un changement de cap dans la stratégie de placement, qui se veut jusqu'à présent prudente et conservatrice, tel qu'établi dans la loi qui régit le fonds pétrolier.

Principaux résultats du fonds pétrolier

Jusqu'à présent, seuls sont versés dans le fonds les revenus tirés de l'exploitation du champ *offshore* de Bayu-Udan, entré en production en 2005, qui devrait générer 13 Md\$ de revenus sur les quinze prochaines années. Ce dernier montant ne prend pas encore en compte les revenus à venir qui seront générés à travers le gisement pétrolier et gazier de Greater Sunrise, estimés à 12 Md\$ et dont l'exploitation démarrera en 2014 (l'autre moitié revenant aux Australiens, selon un accord de partage en vigueur depuis février 2007 après d'âpres négociations), ainsi que par d'autres gisements pouvant encore être découverts.

Les recettes ont atteint 340 % du PIB non pétrolier en 2007, ce qui permet au fonds pétrolier de disposer, fin mars 2008, de près de 3 Md\$. En moyenne, entre 100 M\$ et 200 M\$ sont versés chaque mois.

En termes de placement, 90 % du fonds sont investis dans des bons du Trésor américain court et moyen terme. Seuls 10 % des montants peuvent être placés ailleurs, notamment sur des actifs plus risqués. Selon le FMI, le rendement du fonds a été de 9 % en 2007 et de 5,3 % en moyenne depuis sa création.

Le modèle norvégien en matière de transparence

Le fonds pétrolier au Timor Oriental a été mis en place en adoptant le modèle norvégien. Sa gestion, son fonctionnement et sa performance sont appréciés favorablement par la communauté des partenaires en charge du développement.

Il est souvent appelé « norvégien » en raison de conditionnalités liées à la transparence qui vont plus loin que dans le modèle original. Le gouvernement souhaite cependant encore renforcer sa transparence. D'importants efforts sont lancés par le secrétariat d'État aux Ressources naturelles depuis un an, notamment pour améliorer l'accès à l'information et la compréhension de ces données par la population du Timor.

Par ailleurs, le pays est membre de l'initiative EITI (Extractive Industries Transparency Initiative), pilotée par la Banque mondiale. Le cadre réglementaire doit être renforcé car les lois existantes n'obligent pas encore les compagnies pétrolières à publier leurs résultats.

Perspectives

Le mécanisme institutionnel du fonds s'est récemment renforcé. Au 1^{er} juillet 2008, l'agence temporaire TSDA créée en 2002 a été remplacée par la National Petroleum Authority (NPA), placée au sein de l'autorité monétaire (BPA). La NPA, dirigée par le directeur général de la BPA, sera en charge de réglementer toutes les activités liées au pétrole au Timor Oriental et dans la zone conjointe de développement en mer. La BPA renforcera ainsi son rôle dans le système de gestion des ressources pétrolières du pays.

Par ailleurs, le cadre réglementaire fixant les modalités d'utilisation du fonds est en cours de rediscussion. La révision de la loi, nécessaire pour établir les fonctions de la NPA, s'impose également si le gouvernement décide, comme le ministre des Finances l'envisage, de réviser le plafonnement de 3 % concernant les transferts du fonds vers le Budget. La forte hausse des dépenses budgétaires proposées au Parlement dans la révision budgétaire de juin 2008 milite en ce sens. Cette révision de la loi sur le fonds pétrolier est en cours.

La stratégie d'investissement est également en passe d'être révisée. Le gouvernement souhaite diversifier les placements en augmentant la prise de risques. Depuis 2005, la loi établit que la stratégie d'investissement du fonds doit être prudente et conservatrice, à 90 % en bons du Trésor américain. La ministre des Finances milite activement pour que la part du fonds pouvant être investie à risque dépasse les 10 %. Ce changement de cap à venir se confirme par la nomination de JP Morgan Australia en tant que nouvelle banque dépositaire du fonds pétrolier. Par ailleurs, la Banque des règlements internationaux (BIS) et la Banque mondiale se verront déléguer à terme la responsabilité d'une partie de l'investissement à revenu fixe du fonds, le temps de renforcer les capacités des gestionnaires de fonds à la BPA dans ce domaine.