

FONDS SOUVERAINS ET FONDS DE PENSION : CONCEPTUALISER LES IMPLICATIONS POUR L'« INVESTISSEMENT RESPONSABLE »

JAMES P. HAWLEY *
SHYAM KAMATH **
ANDREW T. WILLIAMS ***

Cet article présente un cadre conceptuel pour analyser les fonds souverains, avec une attention particulière à leur impact potentiel sur les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) de leurs opérations, ainsi qu'à l'idée associée d'investissement responsable (IR), qui englobe les ESG dans la mesure où ces facteurs peuvent affecter concrètement la valorisation des entreprises. À cet égard, nous tentons de combler une lacune de la littérature récente consacrée aux fonds souverains, en ce qui concerne leur importance en termes d'IR/ESG. Nous considérons les fonds souverains dans le contexte de la croissance d'autres formes de fonds d'investissement gouvernementaux, et notamment la croissance également rapide des fonds de pension souverains (FPS). (Davis, 2008).

395

FONDS SOUVERAINS D'INVESTISSEMENT

Un fonds d'investissement souverain (FIS)¹ investit des fonds publics dans une gamme d'actifs tels que les actions, les obligations,

* Professeur et co-directeur, Elfenworks Center for the Study of Fiduciary Capitalism, Graduate Business Programs, Saint Mary's College of California.

** Professeur et doyen.

*** Professeur et co-directeur, Elfenworks Center for the Study of Fiduciary Capitalism, Graduate Business Programs, Saint Mary's College of California.

Les auteurs remercient, pour leur lecture attentionnée et leurs suggestions et critiques précieuses, Catherine M. Dalton et John Nugée.

l'immobilier et d'autres instruments financiers pour le compte d'un pays souverain. Il existe deux types de FIS : les fonds souverains et les FPS. Dans cette partie, nous abordons les caractéristiques s'appliquant à tous les FIS. Dans les parties suivantes, nous passons en revue ces deux types de fonds.

C'est l'origine souveraine des FIS qui les différencie des autres investisseurs institutionnels et, en particulier, des fonds de pension non souverains comme le California Public Employee's Retirement System (CalPERS). Si ce dernier a de nombreuses caractéristiques communes avec les FPS et peut constituer un modèle important pour les opérations d'un FIS, il ne s'agit pas d'un FIS puisqu'il a été créé par l'État de Californie, entité non souveraine et non nationale. Il en est de même pour le Permanent Reserve Fund d'Alaska et d'autres fonds d'investissement sous-nationaux qui sont souvent classés comme fonds souverains.

Quatre dimensions sont importantes pour la compréhension du comportement des FIS : responsabilité ; indépendance ; transparence ; et clarté de leur mission. Chacune contribue à expliquer comment un FIS particulier peut agir et comment d'autres FIS peuvent réagir à cette action.

- *Responsabilité.* Les FIS sont la propriété de l'État et, par conséquent, sont responsables devant une entité étatique. La responsabilité peut s'exercer envers l'État en général, envers un sous-groupe de la population (par exemple, les retraités), envers un organisme public ou un gouvernement non élu ou une famille régnante/oligarchie. La responsabilité peut être vague ou spécifique, implicite ou explicite, et peut être ou non transparente. Néanmoins, le terme « souverain » dans « fonds d'investissement souverain » signifie qu'un État souverain exerce une surveillance et, par conséquent, a le pouvoir de modifier ou d'annuler les contrats explicites ou implicites entre l'État et le FIS. (Les FIS ayant des obligations légales envers des investisseurs individuels sont des exceptions ; par exemple, les fonds AP suédois.)

- *Indépendance.* Bien que les FIS soient responsables devant l'entité souveraine, le degré d'indépendance par rapport à l'interférence de l'État concernant les décisions en matière d'investissement prises par les FIS présente une grande diversité d'indépendances opérationnelles *de facto* ou *de jure*. Ce qui importe le plus ici c'est l'origine des financements des fonds, décisions qui incombent généralement au gouvernement central. Dans de nombreux cas, les utilisations des fonds (y compris les taux de réinvestissement) peuvent très bien revenir au gouvernement central dans des situations d'urgence (par exemple, les crises des marchés des changes après octobre 2008) et/ou des situations

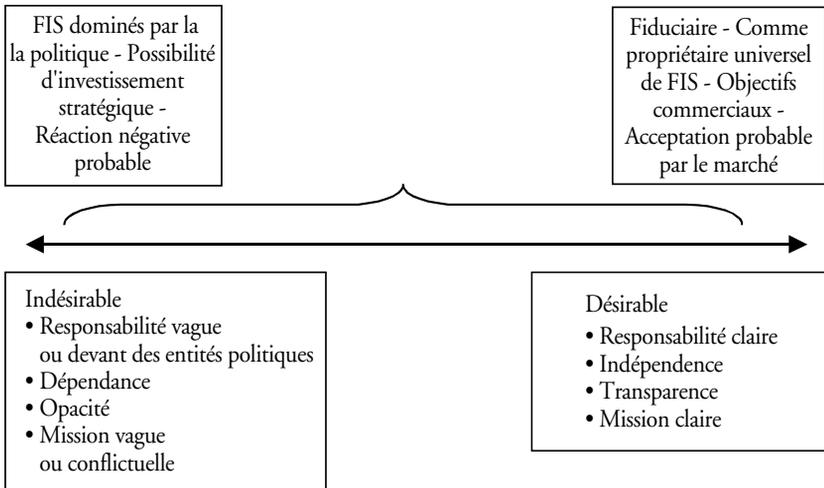
de relance budgétaire ou de sauvetage financier. (Apps, 2008 ; Ziemba, 2008).

- *Transparence*. La transparence est un élément important de la responsabilité car il est impossible de juger des actions en l'absence des informations nécessaires. Elle contribue également à gagner la confiance des intervenants des marchés financiers et des autres parties prenantes externes telles que les gouvernements et les citoyens des pays recevant des investissements étrangers. Les FIS varient considérablement, allant de l'opacité à la transparence.

- *Clarté de la mission et continuité*. La clarté de la mission signifie que l'objet du fonds doit être clairement défini, de manière que ses bénéficiaires puissent être clairement identifiés. De même que pour la transparence, une mission clairement définie est nécessaire pour que la responsabilité soit efficace. Certains FIS ont des missions claires alors que d'autres non. D'autres FIS ont des missions définies si vaguement qu'ils semblent ne pas avoir de missions du tout. Avec le temps, et en raison des pressions budgétaires et/ou financières, les missions peuvent dériver ou, comme ce fut le cas au dernier trimestre 2008, changer rapidement. L'État peut reprendre ou modifier ce qu'il a octroyé, ce qui a été le cas pendant les crises financières de 2008².

Ces quatre dimensions permettent de classer utilement les FIS et dessinent les caractéristiques souhaitables du point de vue d'un investissement responsable et de ce qui pourrait être considéré comme un comportement « éclairé » de la part des gouvernements qui accueillent les investissements d'un FIS. Dans la figure 1 ci-après, les FIS peuvent aller d'entités purement « politiques » avec une responsabilité totale devant l'État et manquant d'indépendance, de transparence et de mission claire dans la partie gauche du continuum, aux FIS quasi fiduciaires de type propriétaire universel dans la partie droite du continuum avec propriété de l'État et responsabilité mais avec indépendance, transparence, mission claire et sans dérives. Ils peuvent également poursuivre des stratégies de long terme très diversifiées. Bien évidemment, les FIS occupent également des positions intermédiaires le long de cette échelle. Un fonds peut, par exemple, être très dépendant d'un organisme ou d'un ministère, tout en opérant d'une manière transparente. Nous utilisons ci-après cette typologie afin de tirer les conséquences sur les aspects de gouvernance d'entreprise de ces fonds.

Figure 1
Dimensions désirables ou non désirables des FIS



FONDS SOUVERAINS

398

Les FIS se composent de deux importants sous-types : les fonds souverains et les FPS. Ce qui distingue en premier lieu les fonds souverains des FPS est l'origine de leurs fonds et leur mission. Les fonds souverains sont habituellement financés avec des excédents de liquidités du secteur public provenant d'excédents budgétaires gouvernementaux ou d'excédants de réserves officielles de la Banque centrale du pays. Les FPS sont financés par le budget du gouvernement central. Alors que les fonds souverains ont des missions vagues qui se limitent à augmenter la rentabilité de ses actifs, les FPS ont été créés avec des missions claires, généralement comme celle de compléter les systèmes de retraite par répartition.

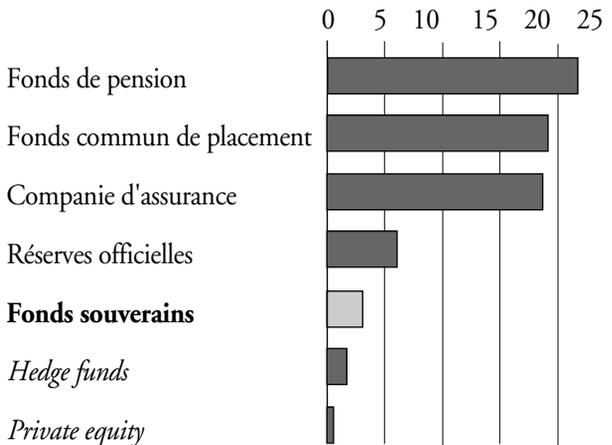
Deux éléments clés issus de la mondialisation ont alimenté la croissance des fonds souverains jusqu'à l'été 2008. Le premier élément clé est la forte hausse des prix des ressources et des matières premières résultant de l'ouverture aux échanges commerciaux et aux investissements des économies jusqu'ici fermées telles que la Chine, l'Inde, le Brésil et les pays de l'ex-URSS. Jusqu'au brusque repli des marchés des matières premières à la mi-2008, l'accroissement de la demande a été une aubaine pour les pays détenant des ressources prisées ou produisant des matières premières recherchées. Surtout, le triplement des prix mondiaux du pétrole entre 2002 et début 2008 a accru les actifs financiers étrangers des seuls investisseurs des pays à pétrodollars entre 3 400 Md\$ et 3 800 Md\$ (McKinsey and Company, 2007).

Le deuxième élément clé est l'excédent important des comptes courants non liés au pétrole de pays tels que la Chine, l'Inde et la Corée du Sud qui ont accumulé des réserves de change atteignant près de 3 100 Md\$ à fin 2006 (McKinsey and Company, 2007). Comme les réserves dépassaient les besoins de la stabilisation, les gouvernements recherchant des rendements plus élevés ont injecté une partie substantielle de ces réserves (près de 500 Md\$) dans les fonds souverains. La récession économique mondiale depuis la fin 2008 a renversé ce processus.

Le graphique 1 fournit une estimation réalisée par Morgan Stanley de la taille des fonds souverains par rapport aux autres catégories de véhicules d'investissement en 2007. Les fonds souverains ont dépassé les *hedge funds* et les fonds de *private equity* dans cette estimation, et si leur taux de croissance d'alors s'était poursuivi, ils auraient dépassé les réserves officielles. En 2007, le FMI a estimé que les fonds souverains représenteraient environ 10 000 Md\$ en 2012 et 12 000 Md\$ en 2015. Mais en raison des turbulences financières des matières premières et des autres marchés et de la crise économique, cette projection semble pour le moins incertaine.

Graphique 1
Taille des fonds souverains relative
aux autres véhicules d'investissement mondiaux en 2007
(milliers de milliards)

399



Source : Morgan Stanley.

Le tableau 1 ci-après rassemble les fonds souverains de plus de 1 Md\$ d'actifs à fin 2007 et les classe selon un certain nombre de caractéristiques importantes³.

Tableau 1
Classement des principaux fonds souverains dans le monde

Pays	Nom des fonds	Actifs gérés (Md\$)	Origine des fonds	Statut des pays	Statut de la mission	Statut politique	Statut de la transparence dans le pays	Stratégie d'investissement	Niveau de management
Émirats Arabes Unis	ADIA	875	Pétrole	D	ND	ND	Moyen	ND	Professionnel
Singapour	GIC	330	Commerce	D	ND	DL	Haut	ND	Professionnel
Norvège	GPIF	322	Pétrole	D	ND	D	Haut	Diversifié	Professionnel
Arabie Saoudite	Varié	300	Pétrole	D	ND	ND	Bas	ND	ND
Koweït	KIA	250	Pétrole	D	D	ND	Bas	Diversifié	Professionnel
Chine	CIC	200	Commerce	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Hong Kong	HKMAIP	140	Commerce	D	D	ND	Haut	Diversifié	Professionnel
Russie	SFRF	127	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Chine	CHIC	100	Commerce	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Singapour	Temasek	108	Commerce	D	ND	ND	Haut	ND	Professionnel
Libye	Fond de Réserve	50	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Qatar	QIA	40	Pétrole	D	ND	ND	Moyen	Diversifié	Professionnel
Brunei	BJA	35	Pétrole	D	ND	ND	ND	ND	ND
Algérie	Fond de Réserve	25	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Corée du Sud	KIC	20	Commerce	D	D	D	Moyen	Diversifié	Professionnel
Malaysie	KNB	18	Commerce	ED	ND	DL	Moyen	Diversifié	Professionnel
Kazakhstan	KNF	18	Pétrole, gaz, métaux	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Taïwan	TNSF	15	Commerce	D	D	DL	Moyen	Diversifié	Professionnel
Iran	FERF	15	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Nigeria	ECA	11	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Oman	SGSF	8,2	Pétrole, gaz	ED	ND	ND	Bas	Diversifié	Professionnel
Chili	ESSF	6,0	Cuivre	ED	D	DL	Moyen	Diversifié	ND
Botswana	Pula Fund	4,7	Diamants	ED	ND	ND	Moyen	ND	ND
Norvège	GPIF	2,6	Pétrole	D	D	D	Haut	Diversifié	Professionnel
Azerbaïdjan	SOF	1,5	Pétrole	ED	ND	ND	Bas	ND	ND
Timor Oriental	TLPF	1,2	Pétrole, gaz	ED	ND	DL	Bas	ND	ND

Sources : diverses ; voir les détails dans la note de bas de page⁶.

Vers la fin 2007, les dix premiers fonds du tableau 1 ci-avant représentent environ 2 700 Md\$ d'actifs. Plus de la moitié des plus importants fonds souverains sont axés sur le pétrole ; la plupart des autres fonds souverains doivent leur existence à des excédents commerciaux non liés aux matières premières. Le groupe non lié aux matières premières se situe en Asie et le groupe axé sur le pétrole se trouve au Moyen-Orient, à l'exception de la Russie et de la Norvège. À l'exception de la Russie et de la Chine, les pays sont considérés comme développés - cependant, seule la Norvège, et peut-être Hong Kong (considéré séparément de la Chine), pourrait être considérée comme le premier pays industrialisé mondialisé. De plus, parmi les dix premiers fonds souverains, seule la Norvège est considérée comme ayant un système politique démocratique alors que huit autres sont considérés comme « non démocratiques ». Avec la notable exception de la Norvège, nous placerions la plupart des fonds souverains sur la partie gauche de la figure 1. C'est-à-dire qu'ils tendent vers une non-transparence, une responsabilité peu claire, un manque d'indépendance, et sont dotés de missions vagues ou mal définies.

FONDS DE PENSION SOUVERAINS

Alors que les fonds souverains se taillent la part du lion dans l'attention des médias, des milieux politiques et des universitaires, les FPS représentent une part très importante de l'activité économique mondiale des États. Comme les fonds souverains, ce sont des FIS puisqu'ils doivent leur existence à une entité souveraine. Ils puisent leurs origines dans les tendances démographiques des pays développés qui ont conduit à la mise en place des FPS pour mieux servir les besoins des populations vieillissantes.

La différence la plus significative entre fonds souverains et FPS est que ces derniers ont des missions clairement définies - à savoir de compléter les régimes de retraite par répartition. En outre, leur financement provient habituellement du budget du gouvernement central plutôt que des déséquilibres commerciaux ou des gains liés aux ressources. Les FPS se caractérisent également par l'indépendance, la transparence et la bonne gouvernance et, par conséquent, ces caractéristiques servent également à différencier les FPS des fonds souverains. Nous trouverons la plupart des FPS à dans la partie droite de la figure 1⁵.

En outre, les FPS considèrent habituellement d'autres fonds de pension publics non souverains tels que CalPERS et des fonds de pension privés tels que Hermes et University Superannuation Scheme comme leurs pairs et comme des modèles. Bien que les FPS existent

Tableau 2
Classement des principaux fonds de pension souverains dans le monde, fin 2006

Pays	Nom des fonds	Actifs gérés (Md\$)	Actifs étrangers (%)	Statut de développement du pays	Statut de la mission	Statut politique	Statut de la transparence dans le pays	Stratégie d'investissement	Niveau du management/ Dispositif de gouvernance
Japon	GPF	935	25,5	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Interne/Président nommé par les ministères de la Santé et du Travail
Pays-Bas	ABP	274	20	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Professionnel/Employeurs et employés du gouvernement néerlandais avec CA indépendant
Corée du Sud	NPF	203	9,6	Développé	D	D	Moyen	ND	ND/Assemblée nationale
Afrique du Sud	GEPF	177	ND	En développ.	ND	D	Bas	ND	ND
Taiwan	PSF	128	ND	Développé	D	D	Moyen	ND	ND/Assemblée nationale
Pays-Bas	PGGM	106,5	ND (substantiel)	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Professionnel/CA indépendant
Canada	CPF	101	45	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Professionnel/CA indépendant
Malaisie	EPF	82	ND	En développ.	D	ND	Moyen	ND	Interne/Responsable devant le ministère des Finances et de l'Assemblée nationale
Singapour	CPF	70,5	ND	Développé	D	ND	Bas	ND	Interne/Conseil de direction sous l'autorité du ministère de l'Emploi
Bésil	PREVI	50	0	En développ.	D	D	Moyen	Diversifiée	Interne/CA de la Banque publique Banco do Brazil responsable devant le ministère des Finances
Australie	AGFF	50	16,4	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Professionnel/Conseil des <i>guardians</i> indépendant
Espagne	FRDS	47	ND	Développé	D	D	Haut	ND	ND
France	FRR	41	29	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Mixte/Sénat, Parlement, ministères, partenaires sociaux, employeurs

Tableau 2 (suite et fin)

Koweït	PI/SS	40	ND	Développé	D	ND	Bas	ND	ND
Chine	NSS	36	ND	En développ.	D	ND	Bas	ND	ND
Inde	EPF	31	ND	En développ.	D	ND	Bas	ND	Interne/Conseil de direction responsable devant le ministère des Finances
Suède	APP2	31	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Mixte/Directeurs nommés par le gouvernement et les partenaires sociaux
Suède	APP3	31	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	<i>Idem</i>
Irlande	NPRF	31	35	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Interne/Direction venant du Trésor sous l'autorité de la Commission NIPFR responsable devant le ministère des Finances
Suède	APP1	29	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Mixte/Directeurs nommés par le gouvernement et les partenaires sociaux
Suède	APP4	29	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	<i>Idem</i>
Finlande	LPGF	28	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Interne/Contrôle local et supervision du gouvernement central
Nouv. Zélande	NZSF	10	ND	Développé	D	D	Haut	Diversifiée	Professionnel/CA indépendant

L'US Social Security Trust Fund n'est pas inclus car ses actifs ne sont pas négociables. Voir la note de bas de page n° 4 pour le détail des abréviations.
 Dernières données officielles mais depuis avril 2008, les FPS de nombreux pays ont progressé significativement, par exemple l'Irlande avec plus de 50 Md€, la France avec plus de 34 Md€.

L'abréviation D signifie « disponible » et ND signifie « non disponible ».

Sources :

- actifs : Watson Wyatt et OCDE, *Pensions in Focus*, novembre 2007, vol. 4, et autres sources ;

- estimation des actifs étrangers : OCDE, *Pension Markets in Focus*, novembre 2007, vol. 4, et autres sources.

- dispositifs de gouvernance : OCDE, document de travail intitulé « Insurance and Private Pensions », n° 15 ; Juan Yermo, « Governance and Investment of Public Pension Funds in Selected OECD Countries », 2008.

depuis de nombreuses années, ils n'ont jamais suscité de craintes liées à la renationalisation ou à l'investissement stratégique que génèrent les fonds souverains. Le tableau 2 ci-avant énumère les plus importants FPS et fournit des informations sur leurs caractéristiques⁶.

Dans le tableau 2, six pays du *top ten* des FPS appartiennent à des pays développés et seulement trois pays du *top ten* des FPS (Malaisie, Afrique du Sud et Brésil) sont caractérisés comme faisant partie des pays les moins avancés. Seulement deux pays du *top ten* des FPS (Singapour et Malaisie) ont des systèmes politiques non démocratiques. La différence est marquante avec les fonds souverains parmi lesquels neuf du *top ten* et vingt-trois des vingt-six fonds proviennent de pays considérés soit comme démocratie limitée, soit non démocratiques.

IMPLICATIONS DES DIFFÉRENTES STRATÉGIES DES FONDS

Avant d'aborder les questions de gouvernance d'entreprise relatives aux fonds souverains, il est utile d'identifier les résultats probables futurs qui découleront de la manière dont ces fonds vont évoluer et des motivations qui pourraient dominer leur genèse et leur évolution. Nous développons une typologie simple (cf. tableau 1 ci-avant) pour esquisser les implications de cette évolution. Le tableau 3 indique les résultats probables en fonction des motivations dominantes de constitution et de comportement des FIS.

404

Tableau 3
Une typologie simple des motivations
des fonds d'investissement souverains et leurs résultats

	« S » domine	« I » domine	« F » domine
Perception des FSI par pays hôtes	Résultat politique	Investisseur centré sur le profit / Résultat de l'allocation d'actifs	Fiduciaire, résultat de propriétaire universel

- *Souverain*. Si « S » (État ou *state*) domine dans le cadre des décisions d'investissement perçues comme mues par des considérations stratégiques plutôt que par des objectifs d'investissement. La réaction des pays récipiendaires sera probablement d'ordre politique et générera des frictions importantes et des appels à une réglementation renforcée.

- *Investissement*. Si « I » (investissement) domine dans le FIS et si le fonds poursuit une stratégie visant à maximiser les rendements, alors il a une chance d'être considéré comme d'autres investisseurs institutionnels non menaçants. Néanmoins, les affirmations d'un fonds souverain de

maximiser les rendements peuvent s'avérer insuffisantes à moins d'être accompagnées de transparence, de responsabilité, de réciprocité et de bonnes pratiques de gouvernance. Sans cela, il pourrait y avoir des frictions considérables, particulièrement si les investissements se traduisent par des participations de contrôle ou concernent des secteurs sensibles « stratégiques » ou liés au secteur de la défense, ou en l'occurrence, le secteur bancaire et financier et quelques autres secteurs.

- *Fonds*. Si « F » (fonds) est dominant dans le FIS comme c'est habituellement le cas avec les FPS, alors le fonds recherchera probablement à maximiser des richesses en investissant dans un portefeuille largement diversifié dans une optique de long terme. Il sera perçu comme un investisseur de type fiduciaire, un propriétaire universel, à condition que la stratégie d'investissement soit assortie d'une mission claire, de transparence, de responsabilité et de bonnes pratiques. Il ne rencontrera alors probablement que peu d'opposition de la part des gouvernements et des citoyens des pays hôtes. C'est ainsi qu'ont été considérés le Government Pension Fund-Global, fonds souverain norvégien atypique, et l'Australian Government Future Fund, FPS australien typique.

En raison de leur manque de transparence et de leurs missions dénuées de clarté, nous trouverons la plupart des fonds souverains dans la partie gauche du tableau 3 - potentiellement dominés par les caractéristiques « S » tout en essayant d'accroître la richesse du fonds. Nous trouverons la plupart des FPS, sinon tous, dans la partie droite du tableau 3, parce qu'ils sont responsables devant une entité souveraine, mais dotés d'une indépendance substantielle et significative, et recherchant à maximiser les richesses comme le font les fonds de pension non souverains.

La manière dont se comportent les fonds souverains sera probablement une combinaison de ces motivations et de ces types. Si les fonds souverains acceptent des codes de conduite volontaires et adoptent des politiques cohérentes avec ceux-ci, en particulier sur la transparence, alors on peut imaginer un effet d'entraînement vertueux moyennant lequel d'autres fonds moins motivés par le « F » se décident à adopter le code et les politiques de bonne gouvernance. Si, au contraire, les fonds souverains refusent de se conformer aux codes en arguant, non sans raison, que le *private equity* et les *hedge funds* des pays hôtes n'y sont pas soumis, alors une situation politique anarchique, dominée par le « S », pourrait s'instaurer.

En octobre 2008, l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) a publié ce que l'on appelle désormais les Principes de Santiago. Sur les 24 principes, quelques-uns traitent de la transparence (par exemple, des rapports financiers annuels conformes

aux normes internationales), tandis que d'autres traitent de la base commerciale de l'investissement. Un seul principe aborde la gouvernance d'entreprise externe (principe 21). Il stipule que si un fonds souverain « ...choisit d'exercer ses droits de propriété (droits de vote liés à des actions)... », il doit le faire sur la base de principes commerciaux. Aucune mention n'est faite de l'obligation du propriétaire d'exercer ses droits, ni des influences informelles. (IWG : 7-9 ; 21-22).

La suite de cet article examine les implications de ces résultats éventuels sur la propriété universelle, le capitalisme fiduciaire et la bonne gouvernance d'entreprise.

IMPLICATIONS POUR LE CAPITALISME FIDUCIAIRE

Dans des travaux antérieurs, Hawley et Williams ont décrit l'importance croissante des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers internationaux comme l'avènement du « capitalisme fiduciaire » (Hawley et Williams, 2000). Cette description s'appliquait initialement aux investisseurs institutionnels dans les pays développés et de droit commun (*common law*) (par exemple, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada), de nombreux pays européens, le Japon et d'autres pays ayant suivi des trajectoires similaires. Avec la croissance des FIS, certains aspects du capitalisme fiduciaire pourraient se répandre dans le monde entier ; en fait, c'est déjà le cas pour certains.

Bien que les fonds souverains et les FPS possèdent quelques caractéristiques des institutions fiduciaires, la plupart sont dépourvus d'un élément fondamental : une responsabilité claire devant des personnes identifiables ou des groupes de personnes. Au lieu de cela, ils sont responsables devant l'État⁷. Dans le cas des FPS, leur mission consiste pour l'essentiel à soutenir les systèmes habituels de pension et de retraite de leurs gouvernements respectifs. La population n'est pas le bénéficiaire direct d'une obligation de type fiduciaire, mais reçoit plutôt des prestations liées au statut de citoyen ou de sujet. Bien que dans la pratique de nombreux FPS adhèrent à des principes de type fiduciaire (mission claire, transparence...), leur relation avec les citoyens bénéficiaires est intermédié (par définition) par des institutions politiques.

Une obligation bien définie permet à chacun (citoyens, agents du fonds et communauté internationale) de savoir devant qui le fonds est responsable. Sans responsabilité clairement définie, l'objectif du fonds pourrait changer de manière imprévisible, de façon non transparente, et pourrait donc perturber les marchés financiers et heurter les sensibilités politiques des pays hôtes. Tout particulièrement si des

investissements se font dans des industries sensibles ou si les investissements sont perçus comme promouvant des intérêts politiques stratégiques. Cela aboutirait, presque certainement, à stimuler le protectionnisme économique.

En termes généraux, les fonds souverains représentent un élément important dans l'évolution du capitalisme fiduciaire (ou peut-être, ce qui au regard des FIS pourrait s'appeler « quasi fiduciaire ») et leur développement présente des défis importants. S'ils évoluent vers une responsabilité renforcée, accompagnée de la transparence nécessaire pour juger les méthodes utilisées par les fonds pour parvenir à leurs fins, alors la plupart des préoccupations actuelles concernant le comportement des fonds souverains pourraient être dissipées. À condition que les fonds souverains commencent à ressembler, ne serait-ce que vaguement, au fonds norvégien qui, pour sa part, ressemble beaucoup à un FPS typique ou à un fonds de pension public britannique ou américain. Dans ce cas, ils détiendront des portefeuilles diversifiés, seront gérés de manière professionnelle et seront exposés de façon transparente aux marchés financiers, et surtout, ils seront davantage susceptibles de s'engager dans des activités de ESG actuelles. En bref, ils agiront comme des capitalistes fiduciaires et cela causera probablement peu de préoccupations de long terme.

407

Néanmoins, si les fonds souverains ne se focalisent pas sur une responsabilité claire et un devoir de précaution complémentaire, mais affichent au contraire une préférence pour le secret entourant leurs opérations, ils pourraient ressembler à des *hedge funds* et à du *private equity*. Si cela continue, leur responsabilité mal définie et leur manque de transparence susciteront probablement la suspicion que leurs investissements obéissent à des motivations politiques plutôt que financières. Cela pourrait, à son tour, conduire au protectionnisme financier des pays hôtes qui imposeraient alors des lois pour limiter, entraver, ou, dans des cas extrêmes, interdire les investissements étrangers. Le protectionnisme financier serait particulièrement destructeur car il pourrait s'avérer impossible de discerner les investissements stratégiques des investissements de portefeuille légitimes ou des investissements directs de capitaux étrangers. Il est manifestement dans l'intérêt de tous que les fonds souverains évoluent de manière à jouer un rôle constructif sur les marchés financiers internationaux. Le meilleur espoir est, pour eux, de devenir la prochaine étape du capitalisme fiduciaire, celle qui généralise la détention professionnelle d'actifs financiers aux institutions financières du monde entier et, ce faisant, déplace les fonds vers le côté gauche du spectre des FIS, vers le milieu, et finalement vers le côté droit.

IMPLICATIONS POUR LA PROPRIÉTÉ UNIVERSELLE

Un élément important du capitalisme fiduciaire réside dans le fait que certains investisseurs institutionnels sont aussi des « propriétaires universels » (Hawley et Williams, 2007). Un propriétaire universel est un investisseur institutionnel qui dispose d'un portefeuille largement diversifié et, habituellement, avec un horizon de long terme. Même si leurs titres détenus sont diversifiés, la simple taille de certains propriétaires universels signifie que la valeur absolue des positions individuelles est si importante qu'il leur est difficile d'acquérir ou de céder des titres sans affecter les prix du marché. Ainsi, pour ce qui est de leurs investissements en actions, les propriétaires universels privilégient souvent une stratégie indicielle minimisant les coûts de négociation et de transaction⁸.

Il est inhérent aux stratégies indicielles que les positions soient dictées par les indices et non par la performance des actions individuelles. Par conséquent, les propriétaires universels finissent souvent par remplacer la voix (engagement) par la sortie (vente d'une position) à l'encontre de sociétés sous-performées. CalPERS, Hermes, le Government pension Fund-Global norvégien sont des exemples de propriétaires universels détenant des titres sur le long terme et utilisant des programmes sophistiqués pour engager des sociétés en portefeuille vers des choix ESG.

408

En vertu de leur large diversification, les propriétaires universels détiennent un échantillon représentatif du marché dans son ensemble. Ainsi, ce qu'un propriétaire universel pourrait gagner en termes de rentabilité accrue grâce à une entreprise s'engageant dans une externalité négative (la pollution, par exemple), il le perdrait probablement sur d'autres sociétés en portefeuille supportant le coût de cette externalité négative. Par conséquent, les propriétaires universels ont un intérêt économique naturel à décourager les comportements générant des externalités négatives et à encourager les comportements entraînant des externalités positives. Les propriétaires universels sont ainsi enclins à pratiquer l'investissement responsable axé sur les questions de ESG.

Qu'ils aient ou non une responsabilité bien définie ou des obligations de diligence ou assimilées, la taille de nombreux fonds souverains les place d'emblée dans la catégorie des propriétaires universels. Cependant, c'est leur stratégie d'investissement qui détermine avant tout si ce sont réellement des propriétaires universels. La plupart des fonds souverains ne sont pas transparents et, par conséquent, il est difficile de déterminer empiriquement si les fonds souverains possèdent les portefeuilles diversifiés d'un propriétaire universel. Néanmoins, la théorie moderne de portefeuille suggère qu'afin d'investir de façon efficiente,

les grands fonds souverains devraient constituer un portefeuille hautement diversifié, bien que d'après ce que l'on sait, beaucoup ne le fassent pas. En effet, une différence distinctive entre fonds souverains et FPS est précisément celle-ci : tandis qu'il est impossible de savoir si les plus importants fonds souverains sont réellement des propriétaires universels, la plupart des FPS le sont. Sur les dix premiers fonds souverains, seulement Hong Kong et la Norvège sont connus pour avoir des stratégies d'investissement diversifiées, et sont par conséquent des propriétaires universels⁹. Il est donc nécessaire d'observer attentivement si certains fonds souverains modifieront leur stratégie d'investissement dans l'avenir.

Dans la mesure où les fonds souverains deviendront des propriétaires universels, ils parviendront à détenir des échantillons représentatifs des sociétés des principales économies. Par conséquent, ils auront un intérêt dans la santé de ces économies et, par extension, de l'économie mondiale dans son ensemble. Après tout, tout ce qui réduit la rentabilité - une mauvaise gouvernance d'entreprise, des réglementations peu judicieuses, de lourdes règles entravant la compétitivité des entreprises, des externalités négatives significatives - diminue les gains d'un propriétaire universel. Dans la mesure où les fonds souverains (et les FIS plus généralement) sont ou deviennent des propriétaires universels, ils pourront devenir des alliés naturels d'autres types de propriétaires universels en matière d'amélioration de l'environnement économique. À mesure que cette évolution se poursuit, le « F » de fonds prendra le pas sur le « S » de souverain. En effet, lorsque nous observons les tendances d'investissement responsable dans la partie suivante, nous constatons que de nombreux FPS se sont alliés à des propriétaires universels autres que des FIS (même si, encore une fois, peu de fonds souverains ont fait de même).

409

IMPLICATIONS POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

L'activisme en matière de gouvernance d'entreprise s'est généralement porté sur des questions telles que les droits de vote (responsabilité), l'accès des actionnaires aux informations pertinentes (transparence), le processus de procuration et d'instruction de vote, la rémunération des dirigeants liée à la performance (y compris des définitions transparentes et « appropriées » de la performance), et la protection des actionnaires minoritaires (particulièrement dans les pays de droit civil tels que le Japon, le Brésil et l'Europe Continentale). Ces questions correspondent à ce que Harley et Williams (2005) ont auparavant appelé *corporate governance* I (CG I), concept qui s'est développé au

tournant du siècle dernier pour devenir l'une des évolutions majeures de l'histoire des sociétés de capitaux.

Bien que CG I n'ait été en aucun cas délaissé, l'attention s'est portée progressivement vers 2002 sur le développement de ce qui était considéré de plus en plus comme des questions environnementales et sociales axées sur la performance (par exemple, les conditions de travail à l'étranger), souvent désignées comme des questions « extra-financières » qui, en fait, s'avèrent être des questions financières « pas encore reconnues » ou « pas entièrement reconnues ». Hawley et Williams ont appelé ce développement *corporate governance II* (CG II).

CG I et CG II ont tous les deux acquis une dimension globale en termes de croissance du nombre et de la latitude des activistes de la gouvernance mais aussi des normes internationales de recommandations de meilleures pratiques de la part de plusieurs organisations multilatérales et du secteur privé (Martin et *al.*, 2007). Généralement, l'activisme en matière de gouvernance se fonde sur l'observation que CG I et CG II peuvent significativement ajouter de la valeur aux performances de long terme et relèvent donc d'une obligation fiduciaire (Becht et *al.*, 2007). Vers le début du XXI^{ème} siècle, de nombreux éléments de CG I ont été intégrés dans plusieurs systèmes répandus de notation d'entreprise (par exemple, Moody's, S&P, Fitch) et la bonne gouvernance a commencé de générer des primes significatives en valeurs nettes.

410

La distinction entre la plupart des fonds souverains et FPS devient évidente au regard de CG I et CG II. Seule la Norvège parmi les grands fonds souverains est activiste à la fois en termes de CG I et de CG II. Par ailleurs, parmi les vingt premiers FPS, la plupart ont des programmes ESG et adhèrent aux principes d'investissement responsable (United Nations Environmental Programme Finance Initiative, 2007).

Diverses études conduites par des institutions bancaires, des gouvernements et des agences multilatérales ont présenté le fonds norvégien comme le fonds souverain modèle. Cependant, ces études se concentrent uniquement sur deux éléments : la transparence et la responsabilité. Généralement, il n'est pas fait mention des actions extrêmement actives et développées d'engagement en matière de gouvernance d'entreprise (CG I) du fonds norvégien, ni de ses pratiques éthiques ; à savoir, comment il intègre les questions environnementales et certaines questions sociales dans ses programmes de gouvernance (CG II), ainsi qu'un processus séparé et rigoureux d'évaluation sur la base duquel il décide d'exclure de son portefeuille des firmes qui à ses yeux violent les droits de l'homme fondamentaux (y compris le droit du travail) et les normes environnementales. Il ne

s'agit pas d'un fonds souverain ordinaire. En fait, il a pour but en 2010 d'être « ...reconnu comme l'un des propriétaires actifs les plus éminents et professionnels dans le monde » (Gjessing et Syse, 2008). À cet égard, le fonds norvégien se retrouve en compagnie de nombreux FSP et considère de nombreux FSP et non FSP comme ses pairs dans sa catégorie.

La tendance à généraliser ce qui était précédemment perçu comme des préoccupations « éthiques » s'est cristallisée dans la constitution des principes de l'investissement responsable (PIR). En décembre 2008, les PIR comptaient plus de 200 détenteurs d'actifs, dépassant 15 000 Md\$. Les PIR déclaraient que « les principes se basent sur le fait que les questions ESG peuvent affecter la performance des investissements et qu'une considération appropriée de ces questions est nécessaire pour atteindre des rentabilités ajustées au risque supérieur et fait donc partie des obligations fiduciaires des investisseurs. Les principes énoncent clairement qu'ils doivent s'appliquer uniquement en conformité avec ces obligations » (Principes pour l'investissement responsable, 2008). Bien que le Government Pension Fund-Global norvégien soit le seul fonds souverain signataire des PIR, de nombreux FPS en sont signataires (par exemple le Canada Pension Plan Investment Board, le Thailand Government Pension Fund, le Fonds français de réserve pour les retraites, le Government Employees Pension Fund of South Africa, le National Pension Reserve Fund of Ireland, le New Zealand Superannuation Fund et bon nombre de fonds de pension locaux/étatiques/provinciaux).

L'investissement responsable et durable intégrant CG I et CG II augmente pour devenir une forme de plus en plus courante d'activité d'investissement considérée comme partie intégrante des obligations fiduciaires. Pour le moins, elle apparaît comme une expansion *de facto* ; et dans certains pays *de jure*, comme des obligations fiduciaires d'un fonds de mettre en œuvre un processus de diligence qui tient compte des facteurs ESG dans le cadre d'une analyse classique de l'investissement (Fresfields et *al.*, 2008). Il est donc important de voir comment la majorité des fonds souverains perçoit les activités de gouvernance d'entreprise des FSP, des fonds publics non souverains et de certains fonds de pension privés ainsi que de nombreux acteurs majeurs du secteur privé (par exemple, les banques d'investissement, les firmes d'investissement responsable, les compagnies d'assurance) (Sullivan et Mackenzie, 2006).

Comme nous l'avons dit plus haut, presque tous les fonds souverains reste dans la partie gauche du spectre des FIS. S'il doit y avoir une évolution vers la droite (vers « I » et « F »), cela se produira très probablement comme pour les premiers activistes en matière de

gouvernance d'entreprise, lorsqu'un nombre d'investissements significatif enregistre des performances médiocres. Si l'adoption progressive de certaines activités de gouvernance d'entreprise est mise en œuvre (individuellement ou en coalition informelle avec d'autres actionnaires), cela amorcera un processus de déplacement vers le milieu du spectre des FIS. La réunion de l'International Corporate Governance Network (ICGN) de mars 2008, consacrée aux fonds souverains, (certains d'entre eux y ont participé) laisse probablement présager des développements futurs. En outre, les auteurs ont connaissance d'une variété de contacts informels entre quelques fonds souverains et des FPS activistes en matière de gouvernance (par exemple, le FRR en France, CalPERS aux États-Unis), et entre le Norway Government Pension Fund-Global norvégien et quelques autres fonds souverains. Pourtant, à la fin de 2008, ces contacts paraissent anecdotiques, étant donné la crise financière, les fluctuations des taux de change et, dans de nombreux cas, la baisse des excédents commerciaux et de ceux liés aux matières premières des nations dotées de fonds souverains. En outre, les Principe de Santiago évoqués plus haut ne reflètent pas ces préoccupations.

412

De plus, pour les fonds souverains, certaines de ces tendances se centreront probablement sur des questions de CG I, comme ce fut le cas pour les investisseurs institutionnels lors de leurs premières tentatives dans l'activisme de gouvernance d'entreprise dans les années 1980 et 1990. Néanmoins, si les gouvernements ne se préoccupent pas de problèmes sérieux tels que le changement climatique, on ne voit pas, au moment où nous écrivons cet article, comment ils pourraient passer aux questions soulevées par CG II. Cependant, la pression sur les fonds souverains existant dans la partie gauche du spectre peut provenir non seulement des organisations de gouvernance d'entreprise et de leurs membres, mais peut aussi répondre aux pressions protectionnistes aux États-Unis et dans l'Union européenne incitant à des restrictions sur les investissements des fonds souverains. En outre, l'émergence possible dans les cinq ans à venir de nouveaux fonds souverains issus de sociétés traditionnellement ouvertes (par exemple, Japon, Corée, Brésil, Chili) pourrait entraîner une plus grande dispersion des fonds souverains sur le continuum des FIS, ce qui faciliterait les actions progressives des fonds souverains existants¹⁰.

La croissance des FIS a été l'une des composantes de la tendance plus large à l'accroissement de la détention directe d'entreprises par des États souverains, que ce soit à des fins d'investissements prospectifs (FIS) ou dans un but de sauvetage d'urgence défensif (par exemple,

le renflouement de banques et d'industries avec prises de participation). La question de savoir s'il s'agit d'une nouvelle phase de mondialisation ou d'un développement plus passager dépasse le cadre de cet article. Cependant, il nous semble qu'en vertu de leurs portefeuilles de type propriétaire universel, quelques fonds souverains pourraient se voir contraints d'affronter certains éléments centraux de la gouvernance d'entreprise. À mesure que les fonds souverains se répartissent au travers de ce que nous avons désigné comme le continuum des fonds souverains d'investissement, nous prévoyons que certains fonds s'engageront dans des pratiques de gouvernance plus actives, peut-être pour répondre efficacement à des problèmes de performance et/ou d'opportunisme managérial dans un portefeuille indexé. Ceci reproduirait en effet l'histoire de plusieurs autres propriétaires institutionnels au cours des vingt dernières années. Nous prévoyons que les fonds provenant de nations plus ouvertes et plus démocratiques (ou que des nations précédemment fermées et autoritaires en viennent à s'ouvrir quelque peu) contribueront sur le long terme au développement des éléments de gouvernance, d'environnement et de droits sociaux qui définissent l'investissement responsable. Malgré cela, de nombreux fonds souverains importants resteront probablement fermés et secrets, reflétant leur société d'origine et leur ordre social.

NOTES

1. Cet article traite des fonds d'investissement et dans l'ensemble n'aborde pas les autres types d'investissement que les nations souveraines peuvent effectuer ; et en particulier, il exclut les investissements des réserves de change par les banques centrales et les investissements directs des entreprises publiques.

2. En témoignent les tirages effectués sur les fonds russes ainsi que ceux, non confirmés, sur certains fonds pétroliers du Moyen-Orient.

3. À noter que le Government Pension Fund-Global du gouvernement de Norvège est classé comme un fonds souverain et non comme dans d'autres publications comme un FPS. Malgré le mot « pension » ajouté à son nom en 2006, une note explicative et une fiche d'information émise par le ministère des Finances norvégien (Norwegian Ministry of Finance, 2007) indiquant que le fonds « est l'un des plus grands fonds souverains du monde », et comme l'indique le tableau, cela est vrai.

4. Précisions sur les sources et les définitions du tableau 1 :

- Source des quatre premières colonnes : Deutsche Bank Research, Rapport de recherche, 10 septembre 2007, p. 3.
- La mention « Commerce » se réfère à des excédents commerciaux qui ne sont pas basés sur l'exportation de matières premières (*non-commodity trade surpluses*).

- Statut des pays : d'après le classement de la Banque mondiale, disponible sur le site : <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/CLASS.XLS>. Nous avons converti les catégories de revenu « Elevé » et « Moyen supérieur » en « Pays développé » (D) et les catégories « Moyen inférieur » et « Bas » en « Pays en développement » (ED).
- Statut de la mission : basé sur les sites web des fonds souverains, sur des rapports spécialisés venant de sources telles que la Deutsche Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, l'OCDE, l'UNEP Finance Initiative, McKinsey and Company et d'autres sources diverses. « D » signifie que la mission est définie et « ND » qu'elle ne l'est pas.
- Le statut politique s'inspire du « Democracy Index for 2007 » publié par The Economist et consulté sur le site : http://en.wikipedia.org/wiki/Democracy_Index#January_2007_ranking, dans lequel « Démocratie fonctionnant » (*functioning democracy*) a été modifiée en « D » pour « Démocratique », « Démocratie défectueuse » et « Système hybride » ont été transformés en « DL » pour « Démocratie limitée » (*limited democracy*) et « Autoritaire » (*authoritarian*) transformé en « ND » pour « Non démocratique » (*undemocratic*).
- Le statut de la transparence des pays a été choisi comme un substitut pour la transparence des fonds souverains parce que ces derniers sont détenus par des États et le statut de transparence des États sera susceptible d'être similaire au statut des fonds souverains qu'ils gèrent. Le classement entre « Haut » (*high*), « Moyen » (*medium*) et « Bas » (*low*) provient du Corruption Perceptions Index de Transparency International, disponible sur le site : <http://www.infoplease.com/ipa/A0781359.html>, dans lequel un score de 0 à 4,9 est considéré comme « Bas », de 5 à 6,9 comme « Moyen » et 7 et plus comme « Haut ».
- Stratégie d'investissement et statut de management ont été établis grâce aux sites web des fonds souverains, à des rapports spécialisés provenant de sources comme la Deutsche Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, l'OCDE, l'UNEP Finance Initiative, McKinsey and Company et d'autres diverses.

5. L'indépendance revêt de nombreuses formes. D'une part, si le gouvernement est le bénéficiaire ultime (par exemple, le FRR en France), l'indépendance se limite aux souhaits d'un gouvernement particulier car la loi peut être modifiée. Si, d'autre part, il existe une obligation envers des personnes (par exemple, les fonds ABP en Suède), alors l'indépendance est contractuelle et plus forte.

414

6. La vague de nationalisations *de facto* et *de jure* et de quasi nationalisations résultant des crises financières et économiques mondiales n'a pas (encore) touché les FPS ou les fonds souverains, même si cela ne peut être exclu à l'avenir.

7. Il existe quelques exceptions : par exemple, le Thai Government Pension Fund est responsable uniquement devant les employés gouvernementaux de la même façon que les fonds suédois ABP sont responsables devant leurs investisseurs individuels.

8. Au cours des dernières années, un certain nombre d'institutions américaines et autres ont accru significativement leurs investissements alternatifs (par exemple, *hedge funds*, *private equity*, matières premières, immobilier) par rapport à leurs investissements en actions. À l'exception de quelques fonds de matières premières, les investissements alternatifs ne sont pas des produits de gestion indicielle.

9. À mesure que les fonds souverains recherchent des rentabilités élevées, ils sont également susceptibles de rechercher la diversification comme moyen de couverture face à des événements imprévisibles, dits « cygnes noirs », dans des secteurs ou des sociétés spécifiques. À mesure que la diversification croît, ils sont susceptibles de devenir des propriétaires universels, se déplaçant de l'extrémité « S » du continuum vers le « W » au centre du continuum et ensuite en raison de leur statut de propriétaire universel vers le « F » à l'extrême droite.

10 La croissance des nouveaux fonds souverains mentionnés a eu lieu avant la crise financière mondiale de 2008 et la brutale récession économique. Même si ces régimes ou petits fonds continueront d'émerger et de croître, ce sera problématique à fin 2008.

BIBLIOGRAPHIE

- APPS P. (2008), « Emerging Reserves Haemorrhage as Currencies Fall », *The Guardian*, (www.guardian.co.uk/business/feedarticle.8111117/print), disponible le 5 décembre.
- BECHT M. et al. (2007), « Returns to Shareholder Activism : Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund », European Corporate Governance Institute Finance, Working Paper n° 138.
- DAVIS B. (2008), « Rise of Nationalism Frays Global Ties », *The Wall Street Journal*, 28 avril, p. 1.
- FRESHFIELDS, BRUCKAUS, DERINGER (2005), « A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment », octobre, http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, extrait le 31 mars.
- GJESSING O., KROHN P. et SYSE H. (2008), interview, janvier, Oslo, Norvège.
- HAWLEY J.-P. et WILLIAMS A.-T. (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism : How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia : University of Pennsylvania Press.
- HAWLEY J.-P. et WILLIAMS A.-T. (2005), « Shifting Ground : Emerging Global Corporate Governance Standards and the Rise of Fiduciary Capitalism », *Environment and Planning A*, vol. 37, n° 11, pp. 1995-2013.
- HAWLEY J.-P. et WILLIAMS A.-T. (2007), « Universal Owners : Challenges and Opportunities », *Corporate Governance*, vol. 15, n° 3, pp. 415-420.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG) (2008), *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, octobre.
- MARTIN R., CASSON P.-D. et NISAR T.-M. (2007), *Investor Engagement : Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford University Press.
- McKINSEY and COMPANY (2007), « The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets », McKinsey Global Institute, octobre, p. 24.
- NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE (2007), « Background Note : Norway's Position in Relation to the International Debate on Sovereign Wealth Funds », extrait le 25 avril 2008 du site : <http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/Background%20Noway%60s%20position%20on%20SWF.pdf>.
- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (2008), questions posées fréquemment, extraites le 31 mars du site : <http://www.unpri.org/faqs/>.
- RORY S. et MACKENSIE C. (editors) (2006), *Responsible Investment*.
- UNITED NATIONS ENVIRONMENTAL PROGRAMME FINANCE INITIATIVE (2007), « How Leading Public Pension Funds are Meeting the Challenge », Asset Management Working Group and the United Kingdom Social Investment Forum, Sustainable Pension Project.
- ZIEMBA R. (2008), « Sovereign Wealth Funds ; Tallying the Losses (again) », trouvé sur le site : www.Rgemonitor.com/blog/economicmonitor/254308/sovereign_wealth_funds_tallying_the_losses_again (accessible le 27 novembre 2008).

