

Investissements réglementés pour les fonds de ressources naturelles

Août 2014

Par Malan Rietveld et Andrew Bauer



Messages clés

- Des règles d'investissement claires peuvent améliorer le rendement des placements de fonds de ressources naturelles, limiter la prise de risque excessive et contribuer à prévenir le détournement des ressources publiques.
- Dans sa formulation, un objectif de la politique du fonds (par exemple, mettre en réserve les revenus tirés des ressources au profit des générations futures, représenter une source de financement à court terme pour stabiliser des budgets volatils) devrait préciser le rendement financier attendu (par exemple, 3 à 5 pour cent par an), qui est une déclaration implicite de l'appétit pour le risque du fonds.
- Les fonds de ressources naturelles sont régis pour la plupart par un ensemble de règles d'investissement détaillées qui brident les décisions d'investissement. Celles-ci comprennent généralement une allocation ciblée à une classe d'actifs (un pourcentage de placements en liquidités, en titres à revenu fixe, en actions et en autres actifs), des restrictions sur les investissements nationaux, des restrictions sur les achats d'actifs à risque et des restrictions concernant l'utilisation de fonds de ressources naturelles comme garantie de la dette publique.
- Dans la pratique, il existe une grande latitude d'adaptation de la stratégie d'investissement du fonds de ressources naturelles ajustée aux besoins, à l'expertise et au contexte spécifique d'un pays ou d'une région. Cependant, laisser une trop grande liberté sur le choix des placements est susceptible de donner lieu à du favoritisme ou à des détournements.

Pourquoi est-il important de réglementer l'investissement ?

Les gouvernements des pays riches en ressources détiennent environ 3 300 milliards de dollars US d'actifs étrangers placés dans des fonds de ressources naturelles (FRN). Ces actifs, achetés avec le produit de la vente du pétrole, du gaz et de l'extraction minière, appartiennent au gouvernement et, par extension, aux citoyens du pays ou de la région représentés par ce gouvernement. À ce titre, les actifs du FRN devraient être gérés dans l'intérêt public et les objectifs d'investissement du fonds devraient être calqués sur les objectifs de la politique. Pour les fonds d'épargne, les objectifs peuvent être de produire un rendement élevé pour les générations futures tout en limitant en même temps les risques afin de protéger le patrimoine collectif. Les règles d'investissement peuvent ainsi imposer une ventilation d'actifs qui associe des placements plus sûrs, à plus faible rendement à des placements plus risqués, à rendement plus élevé, tout en proscrivant les placements les plus risqués (par exemple, les produits dérivés). Un fonds de stabilisation impose de son côté le choix d'actifs susceptibles d'être rapidement réalisés afin de financer les déficits budgétaires. Dans ce cas, une règle qui contraint les gestionnaires à acheter exclusivement ou principalement des actifs liquides peut être édictée (par exemple, des bons du Trésor américain).

Table des matières

Messages clés	1
Pourquoi est-il important de réglementer l'investissement ?	1
Définition d'objectifs d'investissement et d'objectif de rendement	3
Règles détaillées d'investissement	5
Rééquilibrage du portefeuille	12
Conclusion	12
Bibliographie	13

Note de synthèse

ABOUT THE AUTHORS

Andrew Bauer est un analyste économique au Natural Resource Governance Institute.

Malan Rietveld est chercheur associé au Columbia Center on Sustainable Investment (CCSI). Il complète son doctorat en sciences économiques à l'Université de Stellenbosch.

Les règles d'investissement sont un moyen important de prévenir les erreurs de gestion et de résoudre les problèmes courants concernant les conflits d'intérêts, le manque de capacités de gestion et les incitations à prendre des risques excessifs. Les situations problématiques de « mandant-mandataire », dans lesquelles les gestionnaires d'actifs publics agissent dans leur intérêt personnel plutôt que dans l'intérêt public, sont une source courante de conflits d'intérêts. Par exemple, un ministre peut avoir intérêt à investir dans des entreprises appartenant à ses alliés politiques pour l'aider à rester au pouvoir alors que l'intérêt public commanderait, selon le contexte économique, d'investir dans les domaines de la santé et de l'éducation ou dans des placements à l'étranger au profit des générations futures ou pour prévenir le syndrome hollandais. Pour résoudre ce problème, la plupart des FRN proscrivent les placements nationaux.

Le manque de capacité à bien gérer les fonds ou à superviser les gestionnaires de placements peut conduire à des pertes importantes. Dans ce cas, des règles qui limitent le pourcentage des actifs du fonds qu'un gestionnaire de placements est autorisé à contrôler à lui seul peuvent contribuer, en les répartissant, à réduire les risques de pertes importantes en raison d'une faute ou d'une négligence. De même, des règles peuvent être édictées pour s'assurer que seuls des gestionnaires qualifiés aient la possibilité de gérer les investissements du fonds.

Une prise de risques excessive par les gestionnaires d'investissement peut également poser des problèmes. Alors que le pouvoir exécutif ou le ministère des Finances assume habituellement la responsabilité de la gestion globale du FRN et définit la politique d'investissement et que la Banque centrale ou un organisme indépendant fait office de gestionnaire du fonds au quotidien, des gestionnaires externes sont souvent recrutés pour faire tout ou une partie des placements réels. Dans la mesure où une grande partie de leur rémunération couvrent des frais de gestion et qu'ils peuvent facturer des frais plus élevés pour les transactions portant sur des produits financiers plus complexes, à risque plus élevé, les gestionnaires externes ont tendance à pousser le FRN à investir dans des actifs risqués, comme les dérivés.¹ Alors que les placements à risque élevé/rendement élevé peuvent avoir leur place, même au sein du portefeuille d'un investisseur institutionnel privé très conservateur, en tant que dépositaires de fonds publics, les responsables de FRN ont l'obligation de protéger les actifs du fonds et d'empêcher une prise de risques excessive ou des gaspillages de fonds. Des règles d'investissement détaillées, comme celles limitant les achats d'actifs à risque élevé, peuvent contribuer à maîtriser la prise excessive de risques.

L'expérience de la Libyan Investment Authority (LIA) sous le régime de Kadhafi illustre bien le danger de la non-résolution des problèmes de conflits d'intérêts, du manque de capacités de gestion et de la prise excessive de risques. Parfait exemple d'une utilisation de fonds publics pour un profit personnel, la LIA a investi dans des fonds de couverture opaques gérés par des amis du régime, en faisant notamment un investissement de 300 millions de dollars US dans Palladyne International Asset Management, un fonds dont personne n'avait entendu parler auparavant et qui avait des relations avec l'ancien président de la Société nationale des pétroles de la Libye. Bien qu'il n'ait investi qu'un peu plus de la moitié de ces fonds, Palladyne a enregistré plus de 50 millions de dollars US de pertes entre 2008 et la mi-2010. Beaucoup d'investisseurs institutionnels, y compris les FRN qui appliquent des stratégies de placement plus risquées comme le Fonds de pension public norvégien – Global et l'Alberta Heritage Savings Trust Fund (Canada), ont perdu d'importantes sommes de 2008 à 2009 en raison de la crise financière mondiale. Toutefois, la plupart avaient récupéré l'intégralité de leurs pertes dès la mi-2010. Plusieurs FRN notoires, notamment le Fonds pétrolier d'État de l'Azerbaïdjan, les deux fonds du Chili, le Fonds pétrolier du

¹ Les dérivés sont des instruments financiers qui dérivent leur valeur d'autres actifs, d'indices ou de taux d'intérêt. Ils comprennent les swaps, les contrats à terme et les options, et sont généralement considérés comme des placements à haut risque.

Timor-Leste et le Heritage and Stabilization Fund de Trinité-et-Tobago ont en fait gagné de l'argent pendant la crise grâce à des approches d'investissement prudentes et à faible risque.²

En outre, la LIA n'a pas pris les précautions qui s'imposaient avant d'acquérir des produits financiers structurés à risque, commercialisés par des banques d'investissement et des fonds spéculatifs comme Goldman Sachs, Permal et Millennium Global. Par exemple, Permal a reçu 27 millions de dollars US à titre de frais de gestion de placements d'un montant de 300 millions de dollars US. Il est rare que les frais de gestion, de transaction ou de dépenses accessoires combinés représentent plus de quelques points de pourcentage et encore plus qu'ils atteignent les 9 % versés à Permal. Dans le cadre d'un examen interne effectué en 2010, la direction de la LIA écrivait : « Les frais élevés sont directement responsables de la médiocrité des résultats obtenus ».

La LIA a également pris des risques excessifs. Par exemple, elle a investi 1,2 milliard de dollars US en actions et instruments dérivés sur devises gérés par Goldman Sachs. Ce placement a perdu 98,5 % de sa valeur en juin 2010 en raison de la crise financière mondiale.³

Limiter les choix d'investissement du fonds est un moyen important de s'assurer que le FRN est géré dans l'intérêt public. Des règles, des directives et des objectifs de placement clairs prémunissent contre une prise de risques excessive, limitent le pouvoir discrétionnaire de la direction du FRN et peuvent considérablement améliorer la transparence et l'efficacité du contrôle des actions, des stratégies et des performances du FRN. Le présent document décrit les options de politique pour un régime d'investissement réglementé. Nous aborderons la question de la définition d'objectifs d'investissement et de rendement qui soient compatibles avec les objectifs de la politique du FRN. Nous examinerons ensuite en détail les règles spécifiques concernant l'investissement, en particulier la fixation d'une allocation à une classe d'actifs cibles, l'analyse comparative, les restrictions imposées sur certains types d'investissements et les restrictions d'utilisation de FRN pour faire appel à l'épargne publique. Nous terminerons avec une discussion sur le rééquilibrage du portefeuille.

Définition d'objectifs d'investissement et d'objectif de rendement

Les fonds de ressources naturelles peuvent servir à réaliser un ou plusieurs des objectifs suivants :⁴

Épargne : Les fonds peuvent être utilisés pour transformer les ressources naturelles en actifs financiers et les investir pour générer une source durable de recettes publiques au profit des générations futures (p. ex., le Fonds Pula du Botswana, le Fonds de réserve des pensions du Chili, la Kuwait Investment Authority, le Fonds de pension public norvégien – Global, le Fonds pétrolier du Timor-Leste).

Stabilisation : Les fonds peuvent couvrir les déficits budgétaires causés par la baisse inattendue des revenus du pétrole ou de l'extraction minière (par exemple, le Fonds de stabilisation économique et sociale du Chili, le Fonds pétrolier du Timor-Leste, le Wyoming Permanent Mineral Trust Fund).

2 P. Kunzel, Y. Lu, I. Petrova et J. Pihlman, « Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds : A Shifting Paradigm (Objectifs d'investissement des fonds souverains : un paradigme qui évolue), » *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers (Économie des fonds souverains : questions pour les décideurs)* (éditeurs Udaibir S. Das, Adnan Mazarei et Hand van der Hoorn), Washington D. C. : FMI, 2010.

3 Lina Saigol et Cynthia O'Murchu, « After Kadhafi : A Spent Force (Après Kadhafi : une force épuisée) » *Financial Times*, 8 septembre 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1b5e11b6-d4cb-11e0-a7ac-00144feab49a.html#axzz2PclPUcQK>.

4 Alors que la plupart des fonds ont des objectifs explicites, certains peuvent ne pas chercher à accomplir ce à quoi ils sont destinés. Par exemple, l'objectif déclaré de l'Alberta Heritage Savings Trust Fund (Canada) est une épargne à long terme. Toutefois, comme le gouvernement n'est pas tenu par une règle budgétaire d'effectuer des versements au fonds et qu'il a adopté une perspective à court terme en matière de politique budgétaire, les dépôts ont été faibles au cours de la dernière décennie, malgré les prix historiquement élevés du pétrole.

Note de synthèse

Stérilisation fiscale : Des ventes importantes de pétrole, de gaz ou de minéraux font affluer des devises dans le pays, ce qui peut générer une inflation ou une appréciation des taux de change et, par la suite, nuire à l'économie. Les produits de l'extraction des ressources naturelles peuvent être investis dans des actifs étrangers afin d'atténuer ces effets (par exemple, SAMA Foreign Holdings de l'Arabie Saoudite).

Développement : Les revenus tirés des ressources naturelles peuvent être affectés à des dépenses particulières, comme la santé, l'éducation ou les transferts financiers directs (par exemple, l'Alaska Permanent Fund, le Permanent University Fund du Texas).

Cloisonnement : Dans la mesure où il s'agit d'une richesse nationale épuisable, les revenus tirés des ressources pétrolières, gazières et minérales peuvent être traités à part par le gouvernement et requérir plus de transparence et de contrôle que les autres revenus (par exemple, le Fonds pétrolier du Timor-Leste).

Les objectifs d'investissement découlent souvent des objectifs du fonds. Alors que les objectifs du fonds sont des déclarations relatives à la finalité du fonds, les objectifs d'investissement sont des déclarations de stratégies d'investissement qui doivent être alignées sur les objectifs. Par exemple, le Fonds de réserve des pensions du Chili est essentiellement un fonds d'épargne et, comme tel, a un horizon d'investissement à long terme. En conséquence, son objectif d'investissement est de « maximiser le rendement escompté avec une tolérance au risque (clairement définie) ». Pour le Fonds de stabilisation économique et sociale du Chili, qui doit détenir des actifs liquides pour couvrir les obligations de financement de son budget à court terme, il s'agit de « maximiser la valeur cumulative du fonds afin de couvrir partiellement la contraction cyclique des recettes fiscales tout en maintenant un faible niveau de risque ».⁵

Les objectifs d'investissement sont simplement des déclarations de politique générale. Pour permettre leur mise en œuvre, ils sont souvent exprimés en termes de rendement explicite (p. ex., un rendement réel à long terme de 3 % par an). Quoique cela puisse sembler paradoxal, la plupart des FRN commencent par définir un pourcentage de rendement cible et, sur la base de ce chiffre, déterminent leur appétit pour le risque (tolérance à la volatilité à court terme, aux pertes et au manque de liquidités), plutôt que l'inverse.⁶ En un sens, le rendement cible est une déclaration implicite sur la tolérance au risque ; généralement, plus la cible est élevée, plus la probabilité de volatilité des prix est grande, moins les liquidités sont importantes, plus l'échéance est éloignée ou plus les pertes potentielles sont grandes.⁷ La plupart des investisseurs institutionnels se fixent une cible de rendement explicite, bien que les FRN ne fassent pas un usage universel de cette pratique.

Historiquement, la cible de rendement réel (après inflation) de la plupart des investisseurs institutionnels à long terme a été d'environ 4 à 6 pour cent par an. Une étude indépendante commandée par le gouvernement norvégien pour évaluer son FRN par rapport à ses homologues du monde entier a constaté que le groupe d'homologues (composé de divers fonds d'investissement

5 Ministère des Finances, Chili, « About the Funds (À propos des fonds) ». <http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/about-the-funds.html>.

6 On entend par « liquidité » la capacité à transformer immédiatement un actif en numéraire.

7 Le rendement attendu est fonction du risque. Les instruments financiers et les classes d'actifs qui sont plus volatils, moins liquides et ont généralement une échéance plus longue ont généralement des ??? rendements attendus plus élevés. Les investisseurs sont rémunérés pour assumer ces risques. L'objectif de rendement est donc implicitement (et parfois explicitement) une déclaration de l'appétit pour le risque du fonds. Par exemple, pour certains investisseurs qui se placent vraiment dans le long terme, comme les dotations en faveur des universités avec des portefeuilles très diversifiés, la cible de rendement réel peut atteindre 10 pour cent. Mais la tolérance de ces fonds pour la volatilité à court terme, la détention d'actifs peu liquides et la préférence pour un horizon de placement à long terme est plus grande que pour les investisseurs avec une cible de rendement moindre.

à long terme) avait une cible de rendement médian de 5 pour cent par an.⁸ Le Fonds de pension public norvégien – Global a un objectif de rendement réel de 4 pour cent. La Kuwait Investment Authority (KIA) a un « taux de rendement cible et un profil de risque qui devraient permettre à KIA de doubler la valeur des actifs confiés à sa gestion dans les dix ans », ce qui équivaut à un taux de croissance annuel composé de 7,2 pour cent.⁹ Le Permanent Fund de l'Alaska vise un rendement réel à long terme de 5 pour cent.¹⁰

Dans la pratique, les FRN à vocation d'épargne et de placement auront généralement une cible de rendement plus élevée que les fonds de stabilisation. Cela tient au fait que les premiers ont un horizon d'investissement plus long et une plus grande tolérance au risque (volatilité périodique) que les fonds de stabilisation avec des horizons d'investissement courts, peu d'appétit pour la volatilité et un besoin beaucoup plus grand de détenir des actifs liquides. Les fonds qui ont plutôt vocation à concourir au développement ont tendance à accorder moins d'importance au rendement, bien qu'ils aient certains critères de rendement escompté à long terme pour leurs placements dans les infrastructures nationales.

Règles détaillées d'investissement

Les fonds de ressources naturelles sont régis pour la plupart par un ensemble de règles d'investissement détaillées qui brident les décisions d'investissement. Dans la pratique, ces règles peuvent prendre la forme d'une législation sur la gestion des revenus du pétrole ou de l'extraction minière (par exemple, la Loi sur la gestion des revenus pétroliers du Ghana ou la Petroleum Fund Law du Timor-Leste) et/ou de directives d'investissement, de mandat d'investissement ou de documents de politique d'investissement régissant un FRN, (par exemple, les Directives d'investissement du Fonds de réserve des pensions du Chili ou le Mandat de gestion pour le Fonds de pension public norvégien – Global). Le texte suivant expose les règles les plus courantes.

Allocation des actifs

La décision la plus importante que les superviseurs et les gestionnaires d'un FRN seront amenés à prendre, en termes de risque à long terme et de caractéristiques de rendement du fonds, est la spécification de la ventilation stratégique de ses actifs. La ventilation stratégique des actifs d'un investisseur est sa ventilation cible à long terme entre les diverses classes d'actifs, dont chacune possède ses propres caractéristiques de risque/rendement (illustrés à la Figure 1) :

- **Liquidités** : Actifs très liquides et à faible risque, à faible rendement comme les instruments du marché monétaire (par exemple, les obligations d'État à court terme) et les dépôts bancaires
- **Revenu fixe/obligations** : Autres titres de créance avec un risque et un rendement un peu plus élevés (par exemple, obligations d'État ou de société de bonne qualité)
- **Actions** : Titres de sociétés avec des degrés variables de risque et de rendement
- **Autres actifs** : Actifs plus volatiles et plus complexes, avec des rendements escomptés à long terme plus élevés, comme l'immobilier, les infrastructures, les produits dérivés et les titres privés¹¹

8 « Norwegian Government Pension Fund Global Investment Benchmarking Results, » CEM Benchmarking, 2012 (Fonds de pension public norvégien – Global, résultats de l'analyse comparative », analyse comparative du CEM, 2012). http://www.regjeringen.no/upload/fin/Statens%20pensjonsfond/2012/GPFG_2010_investment_benchmarking.pdf.

9 Kuwait Investment Authority, « Overview of the Kuwait Investment Authority (Présentation de la Kuwait Investment Authority). » http://www.kia.gov.kw/En/About_KIA/Objective_Strategy/Pages/default.aspx.

10 Alaska Permanent Fund Corporation, « Investments (Investissements) ». <http://www.apfc.org/home/Content/investments/investIndex2009.cfm>.

11 Le terme « Autres actifs » désigne différents types d'actifs, leur caractéristique commune étant d'être échangés sur les marchés privés, non sur les marchés publics. Certains de ces actifs ont un rapport risque-rendement plus élevé.

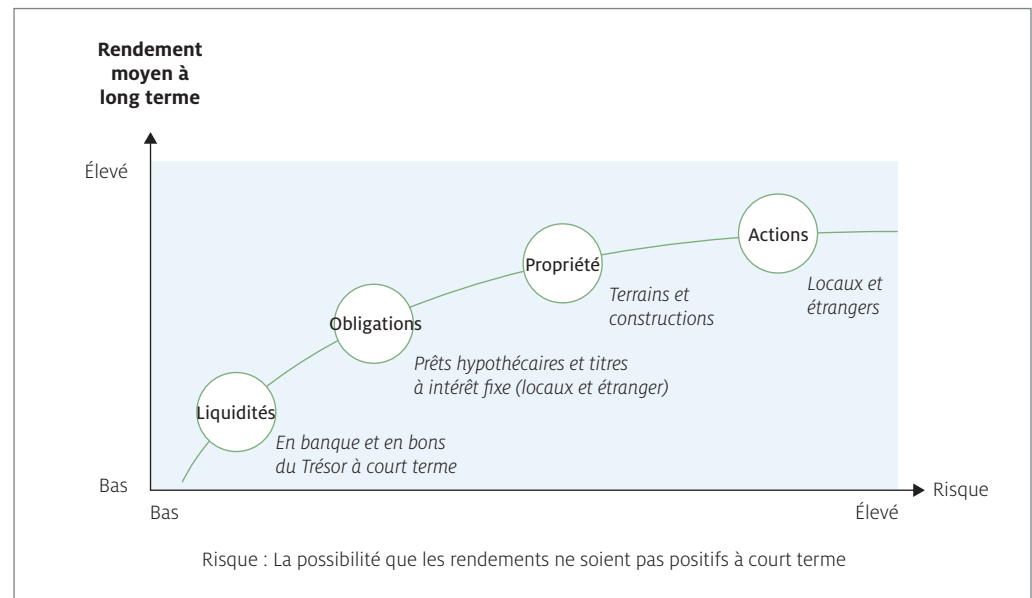
Note de synthèse

Les études indiquent que plus de 90 % de la variation de performance de l'investissement dans le temps tient à la ventilation stratégique des actifs.¹² La ventilation des actifs résulte généralement d'une décision « de haut en bas » émanant du pouvoir exécutif ou d'une décision prise par voie législative, par opposition à une approche « de bas en haut » où des modifications sont apportées par des gestionnaires du fonds en fonction des cours du marché. Dans certains cas, les décisions de ventilation des actifs peuvent également être prises par le gestionnaire du fonds, mais celui-ci aura toujours besoin de l'approbation de certains représentants du pouvoir législatif ou exécutif, comme le Parlement ou un ministre. La ventilation des actifs doit être une décision à moyen ou long terme qui nécessite des recherches approfondies et une concertation entre les parties prenantes ; la ventilation stratégique des actifs d'un FRN n'est habituellement revue que tous les deux à quatre ans et est souvent inchangée à ces intervalles.

La ventilation des actifs d'un fonds découle directement de sa vocation, de son objectif d'investissement et de sa cible de rendement. Un investisseur qui a une forte aversion au risque, avec un horizon plutôt court et une forte préférence (ou besoin) pour les actifs liquides, privilégiera une ventilation relativement plus marquée en obligations et en liquidités (ou en instruments du marché monétaire). Un fonds de stabilisation, par exemple, a besoin d'avoir accès aux fonds sans délai pour stabiliser les recettes fiscales lorsqu'il pressent un effondrement du cours des matières premières et il ne peut se permettre de subir de fortes fluctuations de la valeur de son portefeuille. Les fonds de stabilisation préféreront donc éviter d'investir en actifs volatils (par exemple, en actions cotées) et en actifs peu liquides (par exemple, en actifs privés ou autres, comme les titres privés et l'immobilier).

Figure 1 :

Profil de risque/rendement des principales classes d'actifs



À l'inverse, un fonds d'épargne à long terme serait en mesure de se permettre un certain degré de volatilité et de moindre liquidité et pourrait donc adopter un portefeuille plus diversifié, à risque plus élevé. Dans la pratique cependant, de nombreux fonds d'épargne choisissent d'investir dans un ensemble plus restreint de classes d'actifs, pour au moins deux raisons. Premièrement, les autorités publiques n'ont pas l'expertise nécessaire pour s'engager dans des opérations de trading

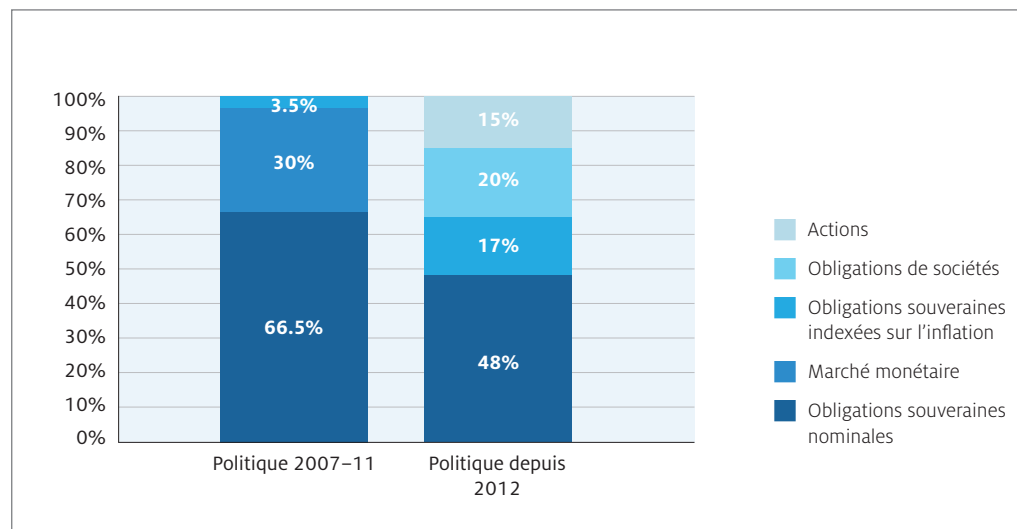
¹² R. Ibbotson et P. Kaplan, « Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? (La politique de ventilation des actifs explique-t-elle 40, 90 ou 100 pour cent des performances ?) » *Financial Analysts Journal*, 2000, Vol. 56, No1 : 26-33.

complexes. Deuxièmement, il est souvent politiquement impossible d'encourir les pertes occasionnelles qui sont inévitablement associées à un investissement dans d'autres actifs plus volatils, à risque plus élevé.

Le Fonds de réserve des pensions du Chili, par exemple, investit uniquement en obligations et en actions bien qu'il soit un fonds d'épargne à long terme, même s'il présente un degré élevé de diversification au sein de ces deux classes d'actifs. Avec le portefeuille obligataire, le fonds a une dotation en obligations souveraines nominales et indexées sur l'inflation, ainsi qu'en créances d'organismes et de sociétés. Ses placements en titres de valeur portent sur des titres internationaux, ce qui signifie que le fonds intègre une grande diversité géographique dans son portefeuille de titres.

Figure 2 :
Modifications apportées à la ventilation stratégique des actifs du Fonds de réserve des pensions du Chili

Source : Ministère des Finances, Chili



Il est intéressant de noter que le fonds a apporté de petites modifications à sa ventilation stratégique d'actifs en 2012 par rapport à celle qui était en vigueur depuis sa création en 2007. Le fonds a réduit ses avoirs en obligations souveraines, a complètement abandonné les instruments du marché monétaire et a fait des allocations pour la première fois en titres et obligations de sociétés. La modification de la ventilation stratégique des actifs, présentée dans la Figure 2, a été faite parce que le ministère des Finances et la direction du fonds ont estimé que le fonds avait un appétit pour le risque suffisant pour investir une partie du portefeuille dans des classes d'actifs plus risquées, comme les titres et obligations de sociétés, afin de générer un rendement à long terme supérieur. Le rapport annuel 2011 du fonds a déclaré que la nouvelle ventilation stratégique des actifs était « plus conforme aux objectifs de rendement et au profil de risque du fonds et « plus compatible avec le passif sous-jacent qui devra être financé à l'avenir ».¹³

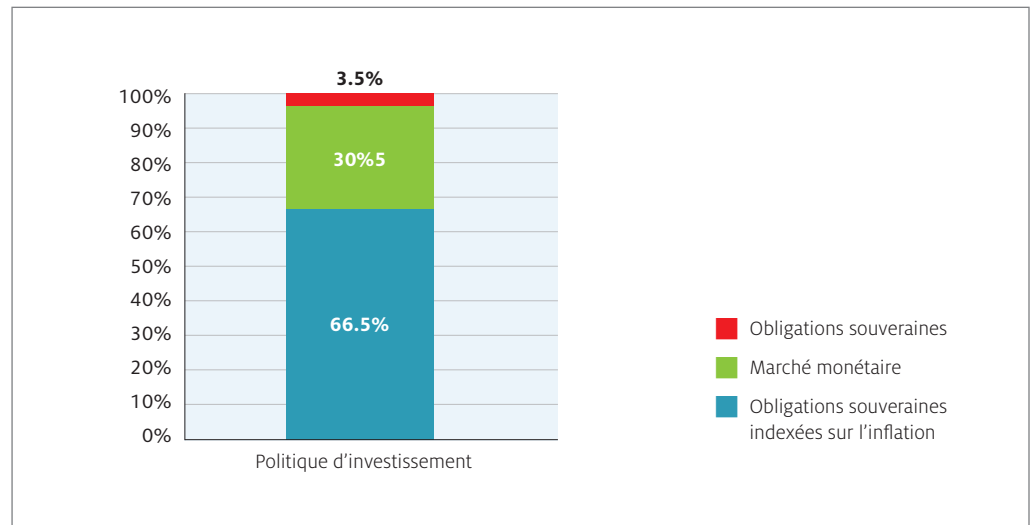
La ventilation des actifs du Fonds de stabilisation économique et sociale du Chili est naturellement beaucoup plus conservatrice, compte tenu de la nécessité de réduire le risque et de privilégier des actifs liquides. En conséquence, il investit 66,5 pour cent de ses actifs en obligations souveraines, 30 pour cent en instruments du marché monétaire et de 3,5 pour cent en obligations indexées sur l'inflation, dont les paiements d'intérêts ne sont pas fixes mais augmentent ou diminuent en fonction de l'évolution du taux d'inflation (voir la Figure 3).

¹³ Ministère des Finances, Chili, *Sovereign Wealth Funds Annual Report 2011 (Rapport annuel 2011 des fonds souverains)*.

Note de synthèse

Figure 3 :
Ventilation stratégique des actifs du Fonds de stabilisation économique et sociale du Chili

Source : Ministère des Finances, Chili



Une façon de s'assurer que les gestionnaires de placements demeurent bien dans les limites qui leur sont imposées car la ventilation des classes d'actifs consiste à sélectionner une série de points de référence (référentiel) pour chaque classe d'actifs. Le référentiel est généralement un indice qui reflète la performance du marché de façon à ce que le gouvernement et les organismes de supervision puissent mesurer la performance des gestionnaires de placements par rapport à la moyenne du marché, ce qui améliore la responsabilisation des gestionnaires.

Les points de référence aident à expliquer pourquoi les rendements peuvent être élevés ou bas pendant une période donnée. Par exemple, si le fonds chute de 5 pour cent sur une période alors que l'indice de référence chute, pour sa part, de 5,6 pour cent, le rendement des placements peut être considéré comme satisfaisant. En revanche, si le fonds progresse de 8 pour cent sur une période alors que le référentiel a fait 13 pour cent, le rendement des placements peut être jugé insatisfaisant (ou tout au moins nécessiter une explication détaillée).

Tableau 4 :
Fonds de réserve des pensions du Chili : ventilation stratégique des actifs et référentiels

Source : Ministère des Finances, Chili

Ventilation stratégique des actifs		Référentiels
Classes d'actifs	Pourcentage du total	
Obligations souveraines nominales et actifs connexes	48%	Barclays Capital Global Aggregate : Indice Treasury Bond Index (non couvert)
		Barclays Capital Global Aggregate : Fonds d'État (non couvert)
Obligations souveraines indexées sur l'inflation	17%	Indice Barclays Capital Global Inflation-Linked (non couvert)
Obligations de sociétés	20%	Barclays Capital Global Aggregate : Indice Corporates Bond Index (non couvert)
Actions	15%	Indice MSCI All Country World Index (non couvert, dividendes réinvestis)

Dans la pratique, les FRN communiquent plus ou moins de détails concernant leurs référentiels. Les FRN de l'Alaska (États-Unis), de l'Alberta (Canada), de l'Azerbaïdjan, du Chili, du Kazakhstan et de la Norvège communiquent des informations détaillées, non seulement des référentiels pour chaque classe d'actifs, mais aussi un historique des résultats de la gestion du fonds par rapport

à ces référentiels (voir le Tableau 4 pour la ventilation stratégique et les référentiels du Chili). D'autres FRN, comme la Kuwait Investment Authority et le Fonds Pula du Botswana, donnent des informations sur les critères retenus pour leurs fonds, mais peu d'informations sur la performance réelle des investissements du fonds par rapport au référentiel.

Comme presque tous les FRN, le Fonds de réserve des pensions du Chili adopte essentiellement une « approche passive » d'investissement, ce qui signifie que les gestionnaires internes et externes du fonds doivent suivre de près leurs référentiels respectifs. Le fonds n'est pas autorisé à s'écarter du référentiel de plus de 0,5 pour cent sur son portefeuille d'obligations souveraines, de 0,3 pour cent sur son portefeuille d'actions et de 0,5 pour cent sur son portefeuille d'obligations de sociétés.

La principale conséquence de s'arrimer de très près à un référentiel est que cela oblige les gestionnaires de placements à « suivre le marché » plutôt que d'investir de manière anticyclique en achetant certains actifs lorsque leurs cours chutent et en les vendant lorsque leurs cours montent. Afin de surpasser la performance du référentiel par une certaine marge, certains fonds ont recours à des gestionnaires externes du secteur privé pour essayer d'ajouter de la valeur en pratiquant une gestion active, les gestionnaires externes se voient affecter un référentiel et jouissent d'une certaine latitude pour s'en écarter afin de générer un rendement plus élevé que le marché. Dans la pratique cependant, la plupart des FRN n'autorisent que de faibles écarts autour de référentiels conservateurs (tracking errors relativement faibles). Seuls quelques-uns, comme la Libyan Investment Authority sous le régime de Kadhafi, ou la Kuwait Investment Authority, pratiquent pour l'essentiel une gestion active.¹⁴

Actifs admissibles et stratégies de trading autorisées

Une partie importante de la stratégie d'investissement réglementée repose sur des directives claires et sans ambiguïté indiquant dans quelles classes d'actifs (par exemple, en actions, en titres à revenu fixe, en placements immobiliers), le FRN peut investir et quelles stratégies de négociation le FRN est et n'est pas autorisé à mettre en œuvre. Il s'agit d'un compromis entre donner aux gestionnaires d'investissement un plus haut degré de flexibilité (et la capacité de générer une rentabilité supérieure) et l'évitement de certains instruments financiers qui sont jugés trop risqués ou complexes (tels que certains instruments financiers dérivés et structurés).

Du point de vue de la supervision et de la gouvernance, cette décision nécessite un examen attentif afin de déterminer si le fonds a la capacité technique d'adopter des pratiques d'investissement complexes. S'ils sont bien compris et soigneusement contrôlés, les instruments et les stratégies complexes, comme les dérivés, les leviers et les ventes à découvert, peuvent aider à gérer les risques et améliorer les rendements. Cependant, très souvent, ils introduisent un risque significatif pour l'exploitation et un risque de défaut, génèrent des frais de gestion élevés et deviennent les outils d'une spéculation excessive.

Les pays qui ont des FRN encadrent les placements de plusieurs types de contraintes :

- **Restrictions sur l'investissement national** : À quelques exceptions près (Azerbaïdjan, Iran), il est expressément interdit aux fonds de ressources naturelles d'investir dans des actifs nationaux. Trois raisons au moins justifient cette approche. Tout d'abord, investir dans le pays saperait tout objectif de stérilisation budgétaire. Dans des pays comme le Botswana, le Chili, la Norvège, le Timor-Leste et Trinité-et-Tobago, les décideurs politiques ont fait valoir soit que le marché intérieur est trop petit pour absorber tous les revenus

¹⁴ Wharton Leadership Center (2010), *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds (Le meilleur des mondes des fonds souverains)*. http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/download/052810_Lauder_Sovereign_Wealth_Fund_report_2010.pdf.

Note de synthèse

tirés des ressources, soit que les revenus tirés des ressources doivent être sortis du pays, afin de contenir la tendance à l'appréciation de la monnaie locale ou les pressions inflationnistes qui aggravent le syndrome hollandais. Deuxièmement, financer des dépenses directement sur le fonds de ressources naturelles pourrait conduire à court-circuiter le processus budgétaire normal. Il pourrait en résulter des incohérences avec le budget et un contournement des contrôles et des protections tels que l'évaluation des projets, la procédure d'attribution des marchés publics et le suivi du projet. Troisièmement, cela ouvrirait la porte à un contournement du contrôle exercé par les parlementaires, les auditeurs, les médias ou les citoyens. En conséquence, les fonds pourraient devenir un moyen facile d'alimenter le favoritisme ou de financer des investissements allant dans le sens des objectifs politiques des gestionnaires de fonds.

- **Cote de crédit minimale** : Les directives d'investissement ou la loi sur la gestion des revenus peuvent spécifier des cotes minimales de crédit pour les titres de créance qui présentent un risque de défaut. Les grandes agences de notation, Fitch, Moody's et Standard & Poor's, évaluent toutes la qualité (risque de défaut) des emprunteurs en termes de crédit, des pays, des entreprises et des organismes qui émettent des obligations et autres titres de créance dans lesquels les FRN investissent. Beaucoup de FRN ne sont autorisés à acheter que des obligations émises par des emprunteurs notés « qualité investissement » ou cotés « A- ou plus » par au moins deux des principales agences de notation. Cela garantit que le risque de défaut de paiement par les débiteurs du FRN est très faible (même si cela réduit également les rendements). Les mêmes principes s'appliquent à la gestion du risque de crédit ou de défaut des contreparties du FRN des banques et des dépositaires qui commercialisent et détiennent les actifs du FRN. Par exemple, les directives d'investissement ou la loi régissant le FRN peuvent préciser que seules sont autorisées les opérations effectuées avec des intermédiaires qui ont une cote de crédit élevée, synonyme d'un faible risque de défaut. Le Fonds de pension public norvégien impose que « les contreparties des dépôts non garantis jouissent d'une cote de crédit à long terme d'au moins AA-/Aa3/AA- auprès de l'un au moins des trois organismes suivants : Fitch, Moody's ou Standard & Poor's ». ¹⁵
- **Restrictions sur les instruments du marché privé** : Les instruments cotés en bourse, actions et obligations négociées sur les marchés boursiers ouverts au public, sont intéressants du point de vue de la transparence et des risques. Ils peuvent toujours être évalués (leur valeur peut être déterminée à tout moment, parce que les acheteurs et les vendeurs se mettent en rapport via les bourses afin de déterminer les prix), les volumes de transactions sont beaucoup plus élevés (si bien qu'il y a toujours des acheteurs et des vendeurs pour les titres négociables) et il n'y a aucun risque qu'une contrepartie ou un partenaire de l'investissement fasse défaut. Dans la pratique, les FRN peuvent au départ chercher uniquement à faire des transactions sur les marchés publics pour ensuite se tourner progressivement vers une ventilation en placements privés. Le Fonds de pension public norvégien – Global, par exemple, a fait sa première ventilation en actifs privés (immobilier) en 2011, près de deux décennies après la création du fonds. Le ministère des Finances, qui supervise le fonds, soutient que le fonds doit viser à placer un maximum de 5 pour cent de l'ensemble de son portefeuille dans l'immobilier (bien que, fin 2012, seul 0,7 pour cent était alloué à l'immobilier, en raison du long délai de mise en place de ces investissements). ¹⁶

15 Norges Bank Investment Management, « Investment Mandate (Mandat d'investissement) », 2 septembre 2009. http://www.norges-bank.no/Upload/77273/4_mandate.pdf.

16 Norges Bank Investment Management, *Government Pension Fund Global Annual Report 2012 (Rapport annuel 2012 du Fonds de pension public norvégien – Global)*.

-
- **Restrictions sur les autres instruments à haut risque :** Les produits dérivés sur les devises de gré à gré (contrats à terme, options) peuvent contribuer à protéger un portefeuille contre les risques non désirés de fluctuation du cours des changes, s'ils sont bien compris et utilisés de façon appropriée. Mais ils introduisent également le risque de contrepartie bilatéral dans la mesure où ils sont négociés entre deux institutions financières plutôt que sur un marché boursier et sont souvent relativement complexes et opaques. Les points clés à prendre en compte pour autoriser l'utilisation d'instruments dérivés sont de savoir si le fonds possède les connaissances techniques requises pour comprendre les risques et les obligations associés à ces contrats et si les directives d'investissement permettent de garantir que les produits dérivés seront bien utilisés à des fins de couverture (assurance) plutôt qu'à des fins spéculatives.
 - **Restrictions sur les devises :** Certains pays limitent les placements aux actifs libellés en monnaies convertibles ou dans certaines devises. Par exemple, le Fonds Pula du Botswana effectue des placements dans des titres à revenu fixe libellés en monnaies convertibles, principalement en dollars américains, en euros, en livres sterling et en yens. Le Fonds de stabilisation économique et sociale du Chili a une ventilation en devises de 50 pour cent en dollars américains, 40 pour cent en euros et 10 pour cent en yens. La justification de ce type de règle est que les actifs libellés en monnaies convertibles et couramment négociés peuvent être échangés ou convertis en liquidités assez rapidement.

Règles d'investissement supplémentaires pour prévenir les crises de la dette

- **Restrictions sur l'utilisation du fonds comme garantie de la dette publique :** Un fonds de ressources naturelles de plusieurs milliards de dollars peut être utilisé pour garantir des emprunts de l'État. En bref, le gouvernement peut promettre aux créanciers que, s'il faisait défaut sur sa dette, les actifs du FRN pourraient être utilisés pour les rembourser. Ceci est particulièrement utile pour les gouvernements confrontés à des restrictions de crédit, ceux qui sont forcés d'acquitter des taux d'intérêt élevés ou ceux qui sont privés d'accès aux marchés financiers internationaux en raison de l'état précaire de leurs finances publiques. Cependant, cette stratégie représente également un risque pour les revenus des ressources naturelles, surtout si le gouvernement a tendance à faire défaut. Elle encourage également le surendettement.

Dans le passé, les gouvernements de l'Algérie, du Cameroun et du Venezuela ont utilisé leurs revenus du pétrole comme garantie et ont sur-emprunté, pour se retrouver confrontés à une crise de la dette lorsque les cours et les revenus du pétrole ont chuté. Une tendance similaire se retrouve aujourd'hui dans des pays comme le Kazakhstan, malgré les cours historiquement élevés du pétrole. Une solution est d'interdire l'utilisation d'une partie, voire de la totalité, des avoirs d'un fonds de ressources naturelles comme garantie. Par exemple, il était jusqu'ici interdit d'utiliser le Fonds pétrolier du Timor-Leste comme garantie de la dette publique. Désormais 10 pour cent du Fonds peuvent être utilisés à cet effet. Ceci réduit les taux d'intérêt sur les prêts tout en épargnant à 90 pour cent du fonds toutes les conséquences possibles d'une mauvaise gestion des finances publiques.

- **Restrictions sur la possibilité de contracter des dettes :** Il est interdit à la plupart des FRN de faire jouer l'effet de levier, ce qui signifie qu'ils ne peuvent pas utiliser les actifs du fonds pour emprunter de l'argent en vue d'acheter des actifs supplémentaires. Alors que l'effet de levier pourrait améliorer les rendements financiers, il crée également le risque que l'investissement supplémentaire perde de l'argent, ce qui expose à un risque non seulement cet actif, mais aussi un montant supplémentaire du principal fonds dont la mobilisation serait nécessaire pour rembourser les créanciers. Pour l'essentiel, ces restrictions empêchent les gestionnaires de risquer de faire des pertes importantes sur des fonds publics.

Note de synthèse

Rééquilibrage du portefeuille

Une dernière règle qui s'applique aux FRN ayant un horizon d'investissement à long terme et un portefeuille diversifié (c'est à dire, lorsque le fonds investit dans une diversité de classes d'actifs) concerne le rééquilibrage du portefeuille. Au fil du temps, la divergence des performances des différentes classes d'actifs composant le portefeuille du FRN signifie que la ventilation effective de ses actifs s'écarte de plus en plus de la ventilation stratégique de ses actifs. Par exemple, si un fonds décidait d'une ventilation de 60 pour cent en actions et 40 pour cent en obligations à l'orée d'une période de cinq ans, et que les actions se comportaient nettement mieux que les obligations au cours de cette période, la ventilation effective du fonds à la fin de la période serait de plus de 60 pour cent en actions (en raison de l'augmentation plus rapide du capital dans le portefeuille d'actions).

Le processus de rééquilibrage consiste à remettre périodiquement la ventilation de l'ensemble du portefeuille du fonds en accord avec la cible de ventilation stratégique des actifs à long terme. Dans la pratique, un certain nombre de points techniques doivent être pris en compte dans le processus de rééquilibrage du portefeuille. Par exemple, à quelle fréquence doit-on procéder à un rééquilibrage du fonds, et le rééquilibrage doit-il être effectué à certains intervalles de temps ou fondé sur des limites supérieures ou inférieures à ne pas dépasser pour certaines classes d'actifs ? Les règles de rééquilibrage ont longtemps été synonymes de gestion saine des risques et de rendements plus élevés à longue échéance pour les investisseurs à long terme. Un certain nombre de FRN ont des règles de rééquilibrage claires et transparentes qui constituent un élément clé de leur stratégie globale d'investissement.

Dans son rapport annuel pour 2012, le Fonds de pension public norvégien – Global a communiqué des informations détaillées concernant sa règle de rééquilibrage. Celle-ci est formulée comme suit :

« La règle spécifie la limite dans laquelle la ventilation des titres composant l'indice de référence peut s'écarter de la ventilation stratégique avant qu'il ne devienne obligatoire de procéder à un rééquilibrage. La limite est fixée à 4 points de pourcentage, ce qui signifie que, si la part des actions dans l'indice de référence devient inférieure à 56 pour cent ou supérieur à 64 pour cent à la fin d'un mois civil, elle devra être ramenée à 60 pour cent à la fin du mois suivant ».¹⁷

Le fonds a indiqué que sa règle de rééquilibrage était une « stratégie qui consiste à acheter mécaniquement des actions après une chute des cours, et à les vendre à la suite d'une flambée des cours », c'est-à-dire que le fonds est doté d'une règle qui l'oblige à aller à contre-courant des marchés et à acheter des actions lorsque la plupart des investisseurs en vendent (et vice versa).

Conclusion

Les règles d'investissement ont pour effet de discipliner les gestionnaires de portefeuille internes et externes. Lorsqu'elles sont correctement communiquées et divulguées, les règles d'investissement d'un fonds contribuent de manière significative à la bonne gouvernance, à la transparence et à la responsabilisation d'un FRN et surtout, à promouvoir la compréhension et l'entente entre les organes de supervision, la direction du fonds et les membres de la société sur ce qui repose la gestion de ce fonds. Dans la pratique, il existe de larges possibilités d'adapter la stratégie d'investissement réglementé d'un fonds de ressources naturelles aux besoins, à l'expertise et au contexte spécifiques de chaque pays ou région. Cependant, laisser une trop grande marge de liberté est susceptible de conduire au favoritisme ou à une mauvaise gestion.

¹⁷ Norges Bank Investment Management, *Government Pension Fund Global Annual Report 2012* (Rapport annuel 2012 du Fonds de pension public norvégien – Global).

Note de synthèse

Bibliographie

- Ang, A. « The Four Benchmarks of Sovereign Wealth Funds (Les quatre référentiels des fonds souverains) », 21 septembre 2010. <http://ssrn.com/abstract=1680485>.
- Ang, A. et Kjaer, K. « Investing for the Long Run (Investir pour le long terme) ». Document de travail Netspar n°11/2011-104, 2012.
- Chambers, D., Dimson, E. et Ilmanen, A. « The Norway Model (Le modèle de la Norvège) », 2011. <http://ssrn.com/abstract=1936806>.
- Darcet, D., du Jeu, M., et Coleman, T.S. « Managing a Sovereign Wealth Fund: A View from Practitioners (Gérer un fonds souverain : le point de vue des praticiens) », *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers* (Économie des fonds souverains : questions pour les décideurs) (éditeurs Udaibir S. Das, Adnan Mazarei et Hand van der Hoorn), Washington, D. C. : FMI, 2010.
- Johnson-Calari, J. et Rietveld, M., éditeurs *Sovereign Wealth Management* (Gestion du patrimoine souverain) (Londres : Central Banking Publications Ltd., 2007).
- Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I. et Pihlman, J. « Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm (Objectifs d'investissement des fonds souverains : un paradigme qui évolue) », *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers* (Économie des fonds souverains : questions pour les décideurs) (éditeurs Udaibir S. Das, Adnan Mazarei et Hand van der Hoorn). (Washington, D. C. : FMI, 2010).



Le Natural Resource Governance Institute, une organisation indépendante à but non lucratif, aide les populations à prendre conscience des bénéfices des richesses minérales, pétrolières et gazières de leurs pays par la recherche appliquée et par des approches novatrices en matière de développement des capacités, de conseils techniques et de plaidoyer. Nous travaillons avec des gouvernements, des ministères, des organisations civiles, des journalistes, des corps législatifs, des acteurs du secteur privé et des institutions internationales pour promouvoir une gouvernance responsable et efficace dans les industries extractives. NRGI est le fruit d'une fusion entre le Revenue Watch Institute et la Charte des Ressources Naturelles. Plus d'informations ici : www.resourcegovernance.org.

1700 Broadway
17th Floor
New York, NY 10019
Phone: 1.646.929.9750
nrgi@resourcegovernance.org



Le Columbia Center on Sustainable Investment développe et diffuse des approches pratiques et des solutions afin de maximiser l'impact des investissements internationaux sur le développement durable. Le centre entreprend sa mission par une recherche interdisciplinaire, des projets de conseil, un dialogue avec toutes les parties prenantes, des programmes éducatifs et le développement d'outils et de ressources.

435 West 116th Street
New York, NY 10027
Phone: (212) 854-1830
ccsi@law.columbia.edu
www.ccsi.columbia.edu