

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE EN BUSINESS ANALYSIS & INTEGRATION

La durabilité des fonds souverains Évaluation par analyse textuelle

Denève, Arnaud

Award date:
2020

Awarding institution:
Université de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



La durabilité des fonds souverains : Evaluation par analyse textuelle

Arnaud DENEVE

Directeur : Prof. Jean-Yves GNABO

Mémoire présenté
en vue de l'obtention du titre de
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée
en Business Analysis & Integration

ANNEE ACADEMIQUE 2019-2020

Avant-Propos et remerciements

Le présent document s'inscrit dans le cadre du programme de Master 120 en Sciences de Gestion à l'Université de Namur et contribue à l'obtention de ce diplôme. Traitant des fonds souverains, il aura pour but de mettre en lumière la question de la durabilité des fonds souverains dans le cadre actuel, en proposant comme finalité la construction d'un indice reflétant leur caractère durable.

Avant toute chose, je tiens à remercier les quelques personnes qui auront contribué, de près ou de loin, à la réalisation et l'aboutissement de ce mémoire.

Tout d'abord, j'adresse mes remerciements à mon directeur de mémoire, Monsieur Jean-Yves Gnabo. Malgré le contexte plutôt particulier engendré par la crise sanitaire, sa disponibilité pour échanger à distance ainsi que ses avis et conseils m'auront été d'une aide très précieuse tout au long de la rédaction du présent manuscrit.

Ensuite, je tiens à remercier Monsieur Philippe Ledent, senior economist chez ING Belgium, pour ses commentaires et ses conseils qui m'auront permis d'avoir un avis objectif sur mon travail.

Je souhaite également remercier Madame Victoria Barbary, directrice de la stratégie à l'IFSWF, pour sa disponibilité et les réponses à mes questions lorsque j'étais en pleine recherche des rapports annuels des fonds souverains.

Enfin, je remercie ma famille, plus particulièrement Monsieur Didier Denève et Madame Vinciane Kauten, qui m'auront soutenu tout au long de la rédaction de ce travail. Je les remercie également pour le temps consacré à la relecture et leurs commentaires, m'apportant le recul nécessaire à la réalisation et finalisation de ce mémoire.

Glossaire

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
BIA	Brunei Investment Agency
CIC	China Investment Corporation
CSR	Corporate Social Responsibility
ESG	Environmental Social and Governance
FMI	Fonds Monétaire International
GIC	GIC Private Limited
GPFG	Government Pension Fund Global
HKMA	Hong Kong Monetary Authority
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
IWG	Investment Working Group of Sovereign Wealth Funds
KIA	Kuwait Investment Corporation
KIC	Korea Investment Corporation
MIC	Mubadala Investment Company
OPSWF	One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group
PIB	Produit Intérieur Brut
PIF	Public Investment Fund
PPGA	Principes et pratiques généralement acceptés
QIA	Qatar Investment Authority
SDGs	Sustainable Development Goals
SIL	Sovereign Investment Laboratory
SOFAZ	State Oil Fund of Azerbaijan
SRI	Socially Responsible Investing
SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
USD	United States Dollar
UNPRI	United Nations Principles for Responsible Investment
UNSTAT	United Nations Statistic Division

Table des matières

Avant-Propos et remerciements.....	1
Glossaire	2
1. Introduction	6
2. Les fonds souverains.....	8
2.1. Définitions.....	8
2.2. Origine, Histoire et Développement	10
2.3. Pourquoi créer un fonds souverain ?.....	12
2.4. Préoccupations à propos des fonds souverains.....	15
2.5. Structure des fonds et politiques de gouvernance	17
2.6. Transparence des fonds.....	21
2.6.1. Les principes de Santiago.....	21
2.6.2. Les Truman Scores	22
2.7. Politiques d'investissement	25
2.7.1. Avant 2014.....	25
2.7.2. Après 2014.....	27
2.8. Tendances des dernières années.....	28
2.8.1. Période 2014-2016	28
2.8.2. Période 2017-2020	31
3. Les fonds souverains, une opportunité en matière de durabilité ?.....	34

3.1.	Les objectifs de développement durable et le rôle des fonds souverains	35
3.2.	Les initiatives internationales	37
3.3.	Finance durable, facteurs CSR et ESG	39
3.4.	Etudes de cas	40
4.	Données	42
5.	Méthodologie	44
5.1.	Choix du champ lexical	44
5.2.	Première analyse des rapports annuels et construction de l'indice	45
5.3.	Application de la méthode aux sociétés pétrolières	46
5.4.	Réduction des rapports annuels et seconde analyse	47
5.5.	Matrice de corrélation et tests d'analyse bivariable	48
6.	Résultats et interprétations	50
6.1.	Première version de l'indice de durabilité	51
6.2.	Seconde version de l'indice de durabilité	55
6.3.	Discussion des résultats	59
6.4.	Matrice de corrélation et interprétations	60
7.	Limites de l'étude et recherches futures	62
8.	Conclusion	63
	Bibliographie	65
	Annexes	75

Annexe n°1 : Liste des 20 fonds souverains les plus importants en fonction de leur taille ..	75
Annexe n°2 : Liste des 24 principes de Santiago.....	76
Annexe n°3 : Scoreboard de Truman 2007.....	80
Annexe n°4 : Scoreboard de Truman 2013.....	81
Annexe n°5 : Scoreboard de Truman 2016.....	82
Annexe n°6 : Les objectifs de développement durable	84
Annexe n°7 : Les six principes pour l'investissement responsable	84
Annexe n°8 : Les investissements durables des fonds souverains en 2018-2019 (Mio USD)	85
Annexe n°9 : Version préliminaire de la base de données, classement par ordre alphabétique des pays	86
Annexe n°10 : Base de données définitive, par ordre alphabétique des pays.....	88
Annexe n°11 : Scores de transparence des fonds sans rapport annuel disponible	90
Annexe n°12 : Tableau du nombre de mots présents dans les rapports annuels.....	91
Annexe n°13 : Tableau de répartition pour le premier indice des fréquences d'apparition des mots-clés dans les rapports annuels	93
Annexe n°15 : Tableau de répartition pour le second indice des fréquences d'apparition des mots-clés dans les rapports	96
Annexe n°16 : Résultats du second indice de durabilité des fonds souverains	97
Annexe n°17 : Carte du monde reprenant l'indice de durabilité	98
Annexe n°18 : Base de données pour test des variables explicatives.....	99
Annexe n°19 : Matrice de corrélation des variables explicatives du score.....	101

1. Introduction

En 2019, Le Soir (Soir, 2019) publiait un article sur une potentielle fin de la civilisation humaine d'ici 2050. Selon une étude citée dans l'article, il resterait 30 ans à notre civilisation si nous continuons à vivre selon nos standards actuels. A en croire les résultats de cette étude, le non-respect des accords de Paris, en l'occurrence limiter le réchauffement climatique à maximum 1,5°C par an, entraînerait une augmentation continue des températures jusqu'à atteindre un point de non-retour pour l'homme. Dès lors, les dix prochaines années sont cruciales et un changement à l'échelle mondiale est primordial.

Aujourd'hui, à l'heure où la transition écologique est plus qu'urgente, les puissances financières telles que les fonds souverains représentent une opportunité en termes d'investissements durables. Bien qu'ils aient été la source de nombreuses craintes à l'époque de la crise financière de 2008, ils sont actuellement dans une position favorable pour financer cette transition.

La question de la durabilité des fonds souverains a déjà fait l'objet de bon nombre de publications. Sharma (2017) passe en revue les possibilités d'investissements, les stratégies d'investissements ainsi que des financements déjà réalisés par les fonds souverains dans les secteurs durables. Capapé et al. (2019) abordent la question des objectifs de développement durable et de la position des fonds souverains sur le sujet. Liang et Renneboog (2020) réalisent une étude qui examine si et comment les fonds souverains intègrent des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) au niveau de leurs décisions d'investissement dans des sociétés cotées en bourse, ainsi que l'évolution des performances des entreprises ciblées.

Dans ce mémoire, nous nous intéressons donc au caractère durable des fonds souverains. Grâce à une analyse textuelle de leurs rapports annuels publiquement disponibles, nous construisons un indice de durabilité cherchant à refléter au mieux la volonté des fonds souverains de s'investir dans les secteurs durables. Nous expliquons notre indice créé par certaines caractéristiques des fonds souverains qui se révèlent avoir un impact plus ou moins fort sur celui-ci.

Il existe dans la littérature un indice pour la transparence des fonds souverains grâce à Truman (2007), Bagnall et Truman (2013) et Stone et Truman (2016). Cependant, nous n'avons

pas trouvé d'équivalent concernant la durabilité des fonds souverains. C'est dans ce contexte que s'inscrit la contribution de ce mémoire à la littérature existante. Nous faisons également le point sur la question de la durabilité des fonds souverains, en passant en revue la littérature afférente.

La suite de ce travail se déroule comme suit : la première partie présente le cadre général des fonds souverains en passant en revue la littérature existante. La seconde partie se concentre sur la finance durable, les opportunités que représentent les fonds souverains ainsi que l'étude de l'avancée concrète en la matière. La troisième partie décrit la base de données et la méthode, et discute l'indice créé et nos résultats. La dernière partie définit les limites de notre travail en proposant des pistes de recherches futures et conclut en rappelant les points-clés de notre étude.

2. Les fonds souverains

2.1. Définitions

Au début des années 2000, les fonds souverains étaient si peu connus qu'il n'existait pas de nom commun pour les désigner. Encore à l'heure actuelle, il n'y a pas de consensus quant à une définition officielle reprise par la littérature. De nombreux auteurs ont défini le concept à leur manière.

De manière générale, les caractéristiques principales citées pour définir un fonds souverain sont :

- Le fait que c'est un fonds d'investissement détenu par un état ;
- Le fait que ce fonds investit sur le long terme dans des actifs nationaux et étrangers ;
- Le fait qu'il cherche à diversifier son portefeuille et maximiser ses rendements financiers.

Le premier auteur à avoir utilisé le nom de « fonds souverains » est Andrew Rozanov (2005). Il définit les fonds souverains comme des produits dérivés des surplus budgétaires nationaux accumulés au fil des ans. Par la suite, d'autres auteurs reconnus pour leur contribution à la littérature sur les fonds souverains ont donné leur propre définition. Kotter et LeI (2008) définissent les fonds souverains comme « des véhicules d'investissement appartenant à l'Etat sans passif explicite, avec une exposition importante à des actifs étrangers à haut risque et un horizon de placement à long terme » (Kotter et LeI, 2008, p. 7, notre traduction).

De son côté, Truman (2008) donne deux définitions différentes. La plus large explique qu'un fonds souverain est « un ensemble distinct d'actifs financiers détenus ou contrôlés par l'Etat, qui comprend certains actifs internationaux » (Truman, 2008, p. 1, notre traduction). De manière plus étroite, il exclut de la catégorie des fonds souverains les sociétés publiques, les actifs purement nationaux, les réserves de change et une partie si pas tous les fonds de pension gouvernementaux.

Le Fonds Monétaire International (FMI) définit également les fonds souverains comme « des fonds d'investissement à but déterminé, appartenant à des administrations publiques. Créés par une administration publique à des fins de gestion macroéconomique, les fonds souverains détiennent, gèrent ou administrent des actifs pour atteindre des objectifs financiers

et ont recours à une série de stratégies d'investissement qui comprend des placements sur actifs financiers étrangers. Les fonds souverains sont généralement créés à partir des excédents de balance des paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisations, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base » (Banque de France, 2008, p.1).

Dans une enquête sur la littérature existante, Megginson et Fotak (2015) reprennent une définition proposée par le Sovereign Investment Laboratory (SIL). Cette définition reprend cinq critères ; « un fonds souverain est :

- Un fonds d'investissement plutôt qu'une société d'exploitation ;
- Qui est entièrement détenu par un gouvernement souverain, mais organisé séparément de la banque centrale ou le ministère des finances pour le protéger d'une influence politique excessive ;
- Qui effectue des investissements nationaux et internationaux dans divers actifs à risque ;
- Qui est chargé de rechercher un rendement commercial ;
- Et qui est un fonds de patrimoine plutôt qu'un fonds de pension » (Megginson et Fotak, 2015, p. 737, notre traduction).

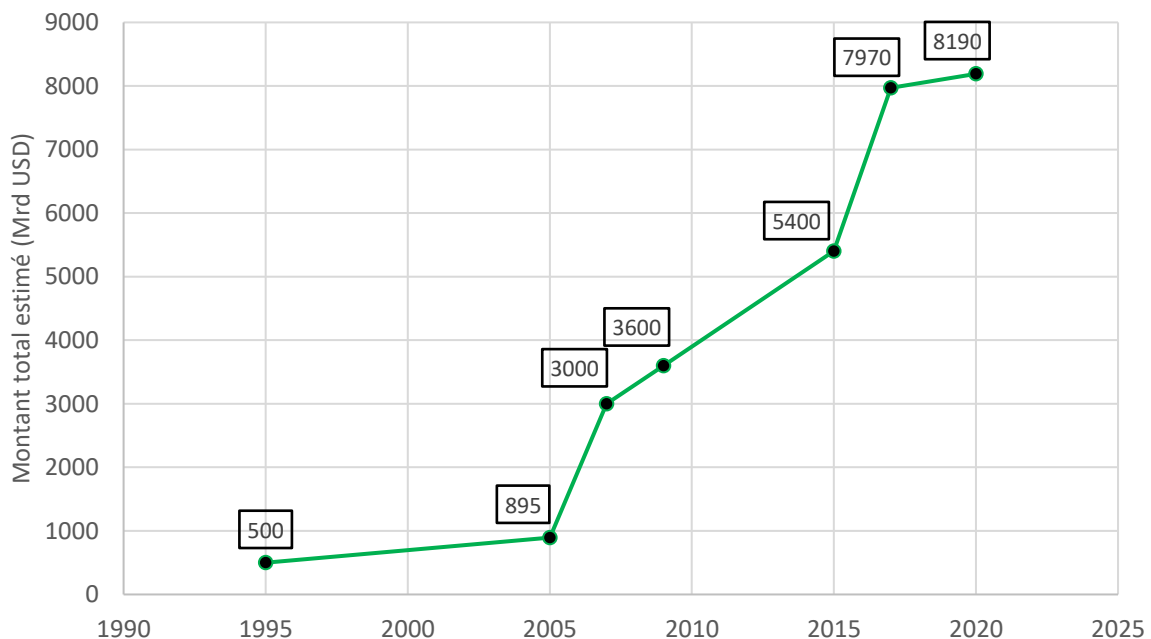
Cette dernière définition est plutôt stricte dans le sens où si un fonds ne répond pas à un des cinq critères, il ne peut être considéré comme fonds souverain.

Tous ces exemples montrent bien qu'il n'existe pas de consensus sur le concept de fonds souverain et que chaque auteur en a proposé sa propre définition. Etant donné qu'il n'y a pas de définition reconnue, on ne peut trouver une liste exhaustive et officielle de ces fonds. Dès lors, pour la suite de ce travail, nous retenons la définition que donne Truman (2008) afin de ne pas devoir restreindre notre panel de fonds sélectionnés, en excluant cependant les fonds de pension qui ne peuvent être considérés en tant que fonds souverains.

2.2. Origine, Histoire et Développement

Le fait qu'il existe plusieurs manières de définir les fonds souverains implique que la valeur totale des actifs sous leur gestion soit difficile à chiffrer. De plus, étant donné que certains fonds sont très opaques quant à leur composition de portefeuille (*cfr.* 2.6.), il est encore plus délicat de donner une approximation globale et fidèle. Cependant, une estimation récente de la taille des fonds a été proposée par Bortolotti et al. (2017) et approcherait les 8 billions USD. À titre de comparaison, d'autres catégories de gestionnaires d'actifs tels que les fonds spéculatifs (*hedge funds*) ou les fonds de capital-investissement (*private equity funds*) totalisent des montants estimés respectifs de 3,2 billions USD et 2,49 billions USD. Une autre estimation, donnée par le *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI, 2020), est de 8,2 billions USD. Sur une période d'environ 10 ans, le montant total a quasiment triplé comme le montre la figure n°1 malgré la décélération de ces dernières années (SIL, 2017). La majeure partie de ce montant total est évidemment détenue par les plus gros fonds mondiaux. L'annexe n°1 donne la liste des 20 plus grands fonds souverains au monde à l'heure actuelle, avec leur date de création, la source de leur richesse ainsi que le montant total de leurs actifs estimé.

Figure n°1 : Evolution du montant estimé des actifs gérés par les fonds souverains (Mrd USD)



Sources : Rozanov (2005), Kotter&Lel (2008), Raymond (2010a), Megginson&Fotak (2015), Bortolotti et al. (2017), SWFI (2020).

Pour comprendre comment et pourquoi les fonds souverains sont aujourd'hui une super-puissance de la finance, il faut remonter au milieu de 20^{ème} siècle. En effet, les premiers fonds souverains sont créés au milieu des années 1950 avec le « Kuwait Investment Corporation » (KIA) en 1953 et le fonds souverain des îles Kiribati en 1956. Il faut attendre les années 1970 pour avoir une véritable première vague d'une dizaine de fonds souverains tels que le fonds « Abu Dhabi Investment Authority » (ADIA) ou le fonds singapourien « Temasek Holdings ». Ces fonds font partie à l'heure actuelle des plus gros fonds souverains à l'échelle mondiale. Cette première vague apparaît en grande partie suite à la hausse des prix du pétrole de l'époque (Truman, 2010).

Une quinzaine de fonds est ensuite créée entre les années 1980 et 1990, mais il faut attendre le début des années 2000 pour voir la grosse majorité apparaître. Deux phénomènes économiques ont favorisé leur croissance rapide depuis 1999 (Megginson et Fotak, 2015). D'une part, la montée des prix du pétrole et d'autres matières premières ont permis aux Etats de créer des fonds souverains basant leur richesse sur ces ressources naturelles. D'autre part, les balances commerciales excédentaires des pays asiatiques et des pays producteurs de pétrole ont drastiquement augmenté. Ces réserves croissantes sur les dernières années existaient déjà sous forme liquide avant d'être réallouées dans le financement d'un fonds souverain sous forme d'investissements à long terme (Raymond, 2010a).

Plus tard, ils ont un rôle déterminant durant la crise financière de 2008 et cela a attiré beaucoup d'attention sur eux. En effet, les prises de participation impressionnantes des fonds souverains dans les banques occidentales ont renforcé l'intérêt qui leur était porté. Ces investissements de masse ont grandement contribué au sauvetage des institutions en grande difficulté, illustrant de manière éclatante la montée en puissance des économies émergentes et l'échec des institutions occidentales (Avendano & Santiso, 2009). Cet épisode a acté le passage d'un monde économique dominé par les Etats-Unis vers un monde économique où les pays émergents ont pris leur place en tant que puissances économiques importantes (Raymond, 2010a). Certains ont même qualifié les fonds souverains de « chevaliers blancs », c'est-à-dire qu'ils ont agi en investisseurs de dernier recours (Raymond, 2010b). Cependant, cet épisode a laissé des traces car certains fonds souverains se sont retirés des investissements étrangers risqués et ont été utilisés pour soutenir leur économie nationale. De plus, cette montée en puissance aura également suscité des réactions défensives et des préoccupations

de la part des économies occidentales malgré leur rôle stabilisateur durant la crise (Raymond, 2010a). Malgré la crise, le SWFI a rapporté que 32 fonds souverains avaient été créés entre 2005 et 2012.

Enfin, ces dernières années ont été synonymes d'incertitude pour les fonds souverains. En effet, la crise pétrolière prolongée débutant en 2014 a sérieusement impacté les revenus des pays exportateurs et donc la source de financement des fonds souverains basés sur le pétrole. Ces derniers ont alors été confrontés au fait de recevoir moins de soutien financier de leurs gouvernements respectifs voire même d'être réquisitionnés afin d'aider les économies nationales (Megginson et Gao, 2020). De ce fait, ils se sont mis en quête de rendements financiers plus importants qu'auparavant. De plus, leurs pays cibles habituels tels que les Etats-Unis ou l'Europe ont montré des incertitudes politiques et économiques accrues en raison d'événements politiques majeurs comme le Brexit ou l'élection du président américain Donald Trump. Tout ceci a donc forcé les fonds souverains à modifier leurs stratégies d'investissement et leurs rôles de gouvernance, point que nous développerons par la suite.

2.3. Pourquoi créer un fonds souverain ?

De manière générale, la création d'un fonds souverain concorde avec des besoins macroéconomiques bien spécifiques (Raymond, 2010a) et la volonté d'un gouvernement d'établir une stratégie économique sur le long terme au travers de ce fonds. De leur côté, Megginson et Fotak (2015) distinguent trois motivations qui ont conduit à la création de fonds souverains après 2008 :

- Dans la plupart des cas, un fonds a été créé très peu de temps après la découverte d'une réserve importante d'une nouvelle ressource naturelle ou après une restructuration de l'administration d'une ressource existante. C'est par exemple le cas du Brésil, du Ghana ou d'Israël.
- D'autres pays comme le Nigeria, le Chili, la Russie ou l'Iran ont également lancé des fonds souverains, mais pour des motifs différents. Dans leur cas, le but est de modifier la manière dont un flux existant de paiements de redevances était administré. Le Nigeria avait pour but d'accroître la transparence, le Chili et la Russie cherchaient à réorienter des fonds

existants vers les investissements étrangers tandis que l'Iran souhaitait contourner les sanctions internationales.

- Enfin, une troisième option amenant à la création d'un fonds était de réallouer les réserves de change en excès des banques centrales sur des investissements plus risqués aux rendements plus élevés. C'est par exemple le cas du Japon, du Panama ou de l'Arabie Saoudite.

De manière simplifiée, nous pouvons donc catégoriser les fonds souverains en fonction de l'origine de leur richesse. Nous retrouvons deux grandes catégories de fonds : ceux qui basent leurs sources de financement sur l'exportation de matières premières (bien souvent le pétrole) et ceux basés sur les excédents de réserve de change, les recettes de privatisation, surplus budgétaire ou regroupement d'entreprises nationales (Raymond, 2010a). D'un point de vue géographique, les deux grandes catégories se retrouvent également : les fonds du Moyen-Orient et de l'Afrique sont majoritairement axés sur les ressources naturelles, et les fonds asiatiques se basent sur leurs réserves de change excédentaires. Il existe également quelques fonds souverains sur les autres continents mais de manière plus restreinte. La figure n°2 propose une vue de la répartition des fonds souverains à travers le monde.

Figure n°2 : Distribution géographique et taille des fonds souverains



Source : United Nations Environment Programme (2018).

En réalité, les fonds souverains sont un groupe hétérogène dont les caractéristiques distinctives reflètent les besoins structurels et macroéconomiques de chaque pays (IFSWF, 2018a). Dès lors, ils peuvent servir à divers objectifs. Il est évident que les objectifs principaux d'un fonds souverain peuvent être multiples ou changer dans le temps. La Russie, par exemple, avait à l'époque créé un fonds de stabilisation qui est ensuite devenu un fonds destiné à l'épargne. C'est également pour cela que certains pays comme la Chine, les Emirats Arabes Unis ou encore Singapour possèdent plusieurs fonds. Le FMI (2008) distingue cinq types de fonds souverains classés selon leur objectif principal, dont certains ont déjà été abordés ci-dessus ;

1. Les fonds de stabilisation dont le but est de protéger l'économie nationale des variations de prix des matières premières telles que le pétrole ou le gaz. Nous retrouvons donc les pays basés sur les revenus de leurs ressources naturelles. Nous pouvons par exemple citer le fonds souverain iranien, le fonds mexicain ou le fonds algérien qui possèdent ce type de fonds.
2. Les fonds d'épargne au profit des générations futures qui sont destinés à une épargne sur le long terme afin de laisser une sorte d'héritage. Ils visent à créer un portefeuille d'actifs diversifié et à réduire les effets du syndrome hollandais ou « Dutch disease » en investissant massivement à l'étranger. Ce phénomène économique tire son nom des Pays-bas, qui ont connu dans les années 1960 un processus de désindustrialisation après la découverte d'importants gisements de gaz. Leurs exportations et revenus nationaux ont alors augmenté, entraînant une appréciation du taux de change réel. Cette dernière a en réalité détérioré la compétitivité du secteur industriel. Les pays du golfe arabe ont par exemple bien souvent cet objectif.
3. Les fonds souverains issus de réserves de change excédentaires qui ont pour vocation d'augmenter le rendement de ces réserves. Nous avons déjà présenté ces fonds plus haut. À titre d'exemple, la Chine ou Singapour possèdent un fonds souverain de ce type.
4. Les fonds de développement qui aident généralement à financer des projets socio-économiques locaux ou des politiques industrielles susceptibles d'augmenter la

croissance. Nous pouvons citer le fonds singapourien « Temasek Holdings » dont la stratégie initiale est de développer l'Etat de Singapour (Raymond, 2010a).

5. Les fonds de financement des retraites dont le principal objectif est de pouvoir faire face à des imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'Etat. L'Australie ou la Norvège possèdent un fonds souverain de ce type.

Cependant, ces observations et définitions ne permettent pas de répondre à des questions essentielles telles que le type de pays le plus approprié pour la création d'un fonds, les facteurs importants aux yeux des gouvernements ou si un pays doit être encouragé à créer un fonds si ses réserves de change sont en surplus ou son économie basée sur les ressources naturelles. Dans leur revue de littérature, Megginson et Gao (2020) citent des auteurs ayant traité ces questions. Grigoryan (2016) développe un modèle théorique qui explique que la création d'un fonds souverain peut être un bon outil dans un système politique faiblement institutionnalisé. En effet, dans un système autocratique, c'est-à-dire dirigé par une seule personne, celui-ci peut se servir de la création d'un tel fonds pour obtenir le soutien de l'élite, en laissant celle-ci participer à la gestion du fonds. En lien avec ceci, Carpentier et Vermeulen (2018) étayent le fait que les pays autocratiques sont plus susceptibles de créer des fonds souverains que les pays démocratiques. Certains facteurs sont positivement liés à la création, tels que le niveau de revenu du pays ou le revenu des ressources naturelles, tandis que l'augmentation des investissements domestiques aurait un impact négatif sur la probabilité de création d'un fonds souverain. Enfin, Amar et al. (2018) soutiennent que les pays avec des réserves de change excédentaires sont plus propices à créer des fonds souverains bien que ce ne soit pas une condition nécessaire. De plus, les pays avec un niveau de démocratie plus faible, une plus grande volatilité des prix des matières premières ainsi que des rendements plus élevés sur ces ressources, auront tendance à créer des fonds souverains basés sur ces ressources.

2.4. Préoccupations à propos des fonds souverains

Comme nous l'avons mentionné plus haut (*cfr.* 2.2.), la vitesse à laquelle les fonds souverains ont pris de l'ampleur au fil des ans en termes de montants gérés est impressionnante. Les prises de participation importantes de certains fonds souverains, notamment durant la crise financière de 2008, ont dérouté l'opinion publique, si bien que des

préoccupations et discussions ont vu le jour. Cette période de crise a mis en lumière la puissance financières des fonds, et l'interdépendance créée entre les économies occidentales et les fonds souverains. Malgré leur rôle stabilisateur pour l'économie mondiale durant la crise financière de 2008, de nombreuses inquiétudes les concernent, s'articulant sur deux pôles : gouvernance et transparence.

Premièrement, en termes de gouvernance, beaucoup se sont questionnés sur les réelles motivations des fonds souverains et se sont demandé s'il était possible que le capital des fonds souverains puisse être utilisé à des fins politiques et stratégiques. En raison de leur caractère international, les fonds souverains sont soupçonnés d'être des investisseurs stratégiques avec des objectifs politiques. L'exercice d'une influence sur les pays bénéficiaires de leurs investissements servirait deux objectifs : améliorer ou créer des liens diplomatiques, ou accéder à des ressources ou technologies étrangères (Megginson et Gao, 2020). De plus, les pays receveurs d'investissements étrangers pourraient voir une hausse de la volatilité des marchés financiers et créer une bulle des prix des actions. A côté de cela, il y a également le risque que les fonds souverains prennent des participations importantes dans les entreprises dans le but d'exercer une influence grâce à des représentants placés au conseil d'administration. Cependant, les deux enquêtes écrites par Megginson et Fotak (2015) et Megginson et Gao (2020) affirment que ces craintes sont infondées et qu'il n'existe aucun cas majeur documenté faisant état de fonds souverains jouant le rôle d'agent politique. Au contraire, la littérature a exposé qu'ils ont tendance à agir comme investisseurs passifs prenant peu de positions dans les entreprises ciblées. Bortolotti et al. (2010) montrent par exemple que les fonds souverains n'acquièrent des sièges dans les conseils d'administration des sociétés que dans 14,9 % des cas.

Deuxièmement, le manque de transparence des fonds de manière générale a toujours été une question épineuse. Au moment de la crise financière, la plupart des fonds souverains étaient très opaques et on ne connaissait ni leur taille, ni leur portefeuille, ni leurs politiques d'investissement et de gouvernance de façon officielle. Dès lors, en lien avec le point précédent, le risque est que leur gestion soit guidée par des considérations plus politiques qu'économiques et que le public ne le sache pas. C'est pourquoi, déjà en 2007, Truman (2007b) soutient qu'il y a un réel besoin d'une meilleure transparence des fonds. Ces craintes envers les investissements étrangers des fonds souverains et leur manque de transparence a conduit

en 2008 à la création des principes de Santiago sous la direction du FMI, code regroupant les bonnes pratiques des fonds, améliorant alors progressivement ce problème de transparence. Nous dédions plus loin une section (*cfr* 2.6.) plus détaillée à ce propos.

2.5. Structure des fonds et politiques de gouvernance

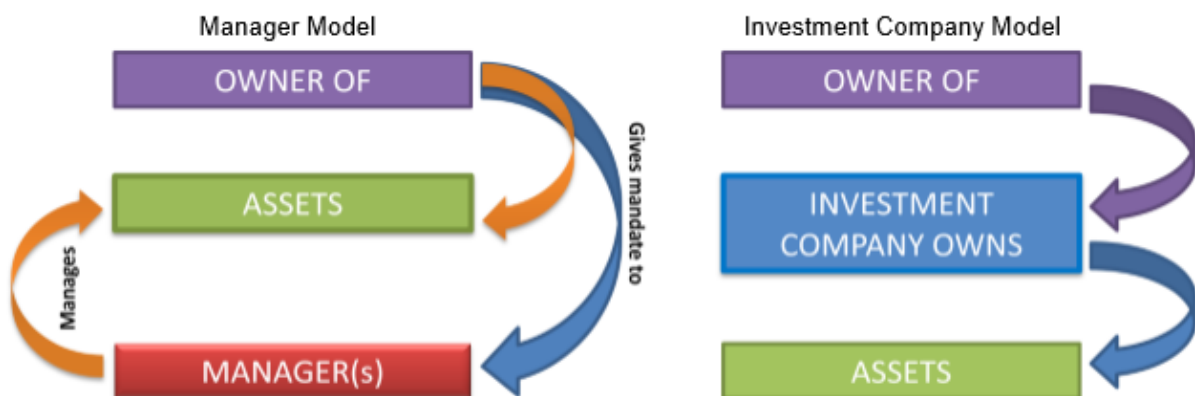
Comme expliqué plus haut, les fonds souverains investissent en quête d'un rendement commercial sur le long terme. Ceci est possible parce qu'ils n'ont peu voire pas de dettes, ce qui leur permet d'être plus tolérants au risque des actifs illiquides et donc de générer de meilleurs rendements. Au niveau légal, les fonds souverains peuvent être créés en tant qu'entités juridiques distinctes ou en tant qu'unité de la banque centrale ou du ministère des finances. (Das et al., 2009) Ceci implique que certains ont moins d'indépendance que d'autres selon le degré de contrôle établi à la création. Il est d'ailleurs primordial de déterminer dès sa naissance le degré optimal de séparation entre le fonds souverain et la banque centrale (Megginson et Fotak, 2015).

Cependant, même si les modèles de gouvernance varient selon les pays, il existe des principes communs fondamentaux à tout fonds souverain bien géré. Dans tous les cas, un cadre juridique solide est une condition fondamentale pour mettre en place des dispositions de gouvernance saines et une gestion efficace (Al-Hassan et al., 2013). En pratique, les cadres juridiques sont très variés parce que la forme juridique des fonds souverains ainsi que leurs bases légales varient de pays en pays. Ainsi donc, les fonds souverains peuvent être constitués soit :

- En tant qu'entités juridiques distinctes, c'est-à-dire dotées de leur propre identité juridique et d'une capacité d'action. C'est par exemple le cas des fonds souverains australien, néo-zélandais ou du Koweït.
- Sous la forme de sociétés publiques ayant aussi leur propre personnalité juridique. Nous pouvons par exemple citer le fonds singapourien Temasek Holdings.
- Sous la forme d'une réserve d'actifs appartenant à la banque centrale, sans identité juridique propre. On retrouve notamment le fonds souverain norvégien dans cette catégorie.

Al-Hassan et al. (2013) distinguent donc les fonds fonctionnant comme entités juridiques distinctes, et ceux faisant partie de la banque centrale. Dans le premier cas, ces fonds possèdent généralement une structure distinguant un propriétaire, un conseil d'administration et la gestion opérationnelle. Dans le second cas, l'indépendance opérationnelle peut être intégrée dans une structure de gouvernance interne dans laquelle les différentes fonctions sont établies, ainsi que la relation entre le propriétaire et la banque centrale. Le facteur coût est d'une grande importance dans le choix d'une de ces approches. En effet, la création d'un fonds souverain en tant qu'entité distincte représente un coût, alors qu'intégrer le fonds dans la banque centrale permet une utilisation des infrastructures et ressources humaines existantes.

Figure n°3 : Cadres institutionnels des fonds souverains



Source: Al-Hassan, A., Papaioannou, M. M. G., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013).

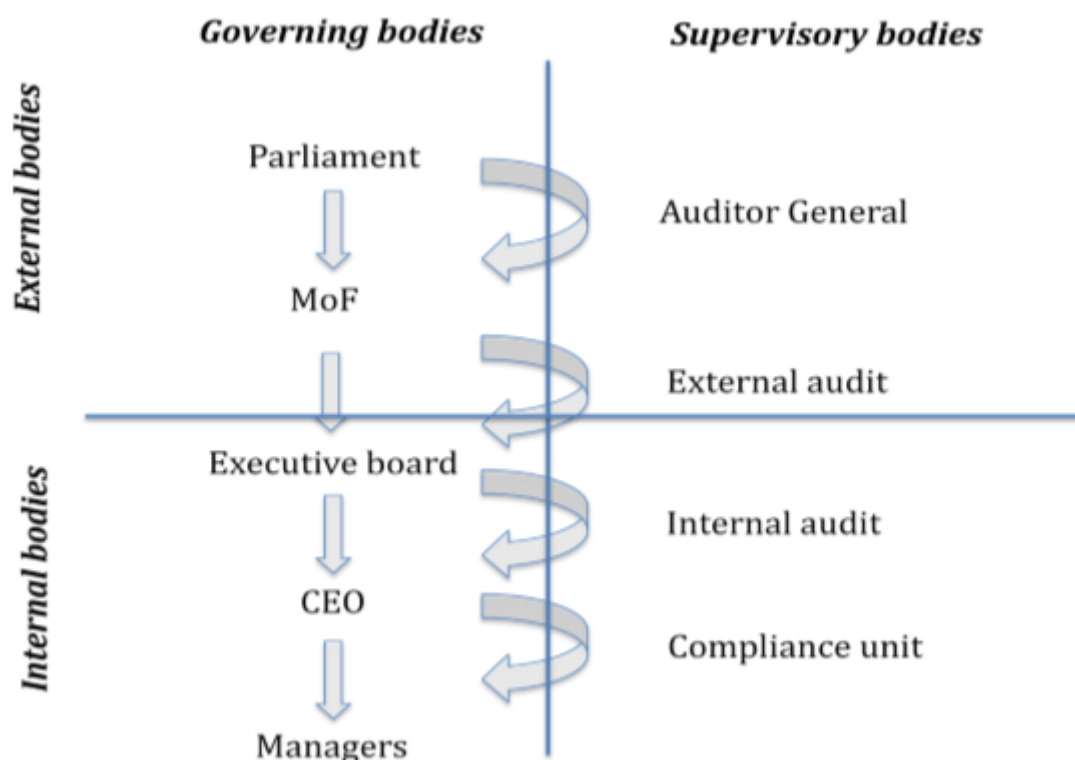
Un autre point important est le cadre institutionnel. Celui-ci diffère également d'un fonds à l'autre. D'après Al-Hassan et al. (2013), les deux formes dominantes de cadre institutionnel sont le modèle du gestionnaire (*manager model*) et le modèle de la société d'investissement (*investment company model*), bien illustrées par la figure n°3 ci-dessus. Dans le premier cas, un mandat d'investissement est donné par le ministère des finances à un gestionnaire d'actifs et nous retrouvons trois cas :

- La banque centrale gère les actifs du fonds souverain dans le cadre du mandat. Elle peut choisir d'utiliser des fonds externes pour certaines parties du portefeuille. C'est notamment le cas en Norvège ou au Chili.

- Une entité distincte, dépendante du gouvernement, est créée pour la gestion des actifs, toujours dans le cadre d'un mandat. Nous pouvons par exemple citer le GIC de Singapour.
- Des gestionnaires de fonds externes sont directement mandatés. Al-Hassan et al. (2013) suggèrent cependant que ce cas n'est pas recommandé car le fait d'engager des gestionnaires externes est une décision qui doit être prise loin du point de vue politique.

Dans le second cas, le gouvernement crée une société d'investissement qui sera propriétaire des actifs du fonds souverain. Ce modèle est plus souvent mis en place lorsque la stratégie d'investissement implique des participations actives dans des sociétés individuelles ou lorsqu'il y a un objectif de développement en plus des rendements recherchés. Le fonds singapourien Temasek Holdings est un bon exemple.

Figure n°4 : Exemple de structure de gouvernance d'un fonds souverain



Source: Al-Hassan, A., Papaioannou, M. M. G., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013).

De plus, comme pour tous les fonds de manière générale, la structure de gouvernance doit être adaptée à la stratégie d'investissement générale. Plus les fonds s'orientent vers des actifs

risqués, plus la gouvernance et la gestion des risques doivent être renforcées. Il est primordial qu'une chaîne d'organes de direction existe, avec une obligation de rendre des comptes à tous les niveaux. La figure n°4 ci-dessus donne un exemple de structure de gouvernance d'un fonds souverain. Al-Hassan et al. (2013) distinguent donc plusieurs organes directeurs dans le cadre d'un fonds souverain, avec leurs rôles spécifiques :

- Le propriétaire du fonds, bien souvent le gouvernement central ou le ministère des finances, est responsable via le Parlement d'établir la structure juridique du fonds souverain et de déterminer le mandat pour l'organisme d'investissement.
- Le conseil d'administration établit les règlements internes dans le cadre du mandat donné par le propriétaire.
- Le PDG, nommé par le conseil d'administration, est le responsable administratif de l'organisme. Il dirige les opérations au quotidien dans le respect des règles fixées par le conseil d'administration.
- Les gestionnaires, qu'ils soient internes ou externes, opèrent sous la direction du PDG et dans les limites fixées par le conseil d'administration.

A côté de ceci, les fonds souverains ont tendance à avoir un personnel très réduit. A titre d'exemple, Megginson et Fotak (2015) montrent que le fonds souverain norvégien, le CIC Chinois et l'ADIA emploient ensemble moins de 3000 personnes, ce qui est peu comparé aux autres types de fonds. Ceci a deux effets importants sur le fonctionnement général des fonds et la gestion de leurs investissements. Premièrement, de nombreux fonds emploient des gestionnaires externes pour investir et superviser des parties de leur portefeuille. Encore une fois, ceci varie entre les fonds et il y a des extrêmes. Le fonds souverain norvégien gère plus de 95 % de son portefeuille en interne, là où le fonds souverain ADIA confie plus de deux tiers du sien à des gestionnaires externes. Deuxièmement, le fait d'avoir un personnel limité implique que les fonds souverains ne possèdent qu'un rôle limité en termes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés dans lesquelles ils ont investi. (*cfr* 2.4.)

Enfin, en ce qui concerne les publications officielles des fonds, cela varie fortement en fonction de la forme légale du fonds mais aussi de pays en pays. La transparence a toujours été une des préoccupations principales au sujet des fonds souverains car certains fonds sont très opaques, ne faisant leurs rapports qu'aux dirigeants et ne divulguent pas des informations de

base tel que le total des actifs sous leur gestion. A l’opposé, il existe des fonds très transparents quant à leurs politiques et leurs investissements. (Megginson et Fotak, 2015). En guise d’exemple, le fonds norvégien est un modèle en termes de transparence, tandis que des fonds comme le « Brunei Investment Agency » ou le « Abu Dhabi Investment Authority » font partie des fonds les plus opaques.

2.6. Transparence des fonds

Pour faire suite à la section dédiée aux préoccupations générales à propos des fonds souverains, nous nous intéressons plus en détails au sujet de la transparence. Nous avons vu que le degré de transparence variait entre les différents fonds souverains mais que, de manière générale, la plupart d’entre eux publient très peu d’informations sur leurs opérations. Cette opacité a amené à des interrogations sur les motivations et objectifs des fonds. Il faut remonter aux années 2007 et 2008 pour voir les premières actions entreprises pour améliorer cette transparence et tenter de lever le voile sur cette « boîte noire » (Megginson et Gao, 2020) que sont les fonds souverains. Nous présentons dans cette section les contributions majeures à l’amélioration de la transparence des fonds de manière générale, à savoir les principes de Santiago et les tableaux de bord ou *scoreboards* de Truman, couramment appelés les « Truman Scores ».

2.6.1. Les principes de Santiago

Au début des années 2000, les prix élevés des matières premières et les balances commerciales excédentaires ont augmenté les surplus des pays riches en ressources et tournés vers l’exportation. Le FMI avait conscience des conséquences de la croissance non-négligeable des fonds souverains pour le système financier international car cela se traduisait par une augmentation des investissements transfrontaliers et des flux de capitaux mondiaux, avec des répercussions potentielles sur le prix des actifs (IFSWF, 2018b). En conséquence, le FMI a renforcé dès 2005 la surveillance des banques centrales et institutions possédant des actifs nationaux en devises étrangères. En 2008, avec la crise financière, l’idée que les fonds souverains exerçaient des influences politiques était devenue populaire, si bien que les fonds eux-mêmes en avaient conscience. Un dialogue s’est alors établi entre les gouvernements

détenteurs de fonds souverains et les gouvernements bénéficiaires de leurs investissements. À la suite de cela, un groupe de 26 fonds souverains -appelé l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG)- a établi en septembre 2008, à Santiago au Chili, une série de principes et pratiques généralement acceptés (PPGA), plus connus sous le nom de principes de Santiago, destinés à guider les fonds souverains en tant qu'institutions financières responsables. Par la suite, en 2009, l'IWG a officiellement été réorganisé pour devenir l'IFSWF, qui est en fait une organisation bénévole des fonds souverains dont les membres ont convenu de respecter les principes de Santiago.

Il existe au total 24 principes généraux composant les PPGA, avec quelques sous-principes. L'annexe n°2 reprend la totalité de ces dispositions. Les objectifs principaux sont, par exemple, que les fonds souverains communiquent clairement leurs buts, leurs politiques de gouvernance et d'investissement, un rapport annuel, etc. Tout ceci a pour but global d'aider à la stabilité du système financier, d'améliorer la transparence et la gouvernance des fonds, d'avoir un management du risque et des responsabilités envers leurs investissements, etc.

L'application de ces principes reste toutefois limitée car elle repose sur une base volontaire et n'a aucun caractère obligatoire, si bien que tous les fonds souverains n'ont pas adhéré à ces principes. A l'origine, des fonds très importants comme le GPFG, l'ADIA, le CIC, le QIA ont fait partie de l'élaboration des PPGA. A l'heure actuelle, il y a 37 fonds souverains qui sont membres de l'IFSWF et qui ont donc convenu de respecter les principes de Santiago. Il est tout de même intéressant de noter que le fonds souverain norvégien, modèle en termes de transparence, a décidé en 2016 de se retirer du groupe parce que l'IFSWF n'a pas répondu à leurs attentes en termes de progrès dans la mise en œuvre de ces principes (IFSWF, 2018b).

2.6.2. Les Truman Scores

En 2007, avant la crise financière, Edwin Truman (2007b) publiait un article avant-gardiste sur le sujet de la transparence des fonds souverains. Dans celui-ci, il explique que le peu d'informations divulguées par les fonds ne peuvent que perturber les marchés financiers. Selon lui, les investissements nationaux avaient déjà atteint à l'époque une ampleur suffisante pour justifier un effort collectif en vue d'établir des normes reconnues à l'échelle internationale et

de contribuer à la stabilité financière internationale. Il présente son point de vue en détaillant quatre axes qui devraient être couverts par ces normes :

- Les objectifs et la stratégie d'investissement, la manière dont les actifs sont alloués, la composition de portefeuille, etc.
- La gouvernance et les rôles de chacun, que ce soit le gouvernement ou les gestionnaires.
- La transparence, avec l'exemple pratique des rapports annuels voire même trimestriels.
- Le comportement au travers de directives comportementales concernant la gestion du fonds.

Nous considérons qu'il a été un pionnier en la matière car les principes de Santiago se basent sur les mêmes points clés. La même année, Truman (2007a) publie la première version de son tableau de bord des fonds souverains. Celui-ci couvre les quatre catégories ci-dessus, légèrement remaniées, en l'occurrence : structure, transparence et responsabilité, gouvernance et comportement. Chaque catégorie est ensuite subdivisée en une série de questions, 25 au total, pouvant être répondues par oui ou non. Une réponse positive représente un point, tandis qu'une réponse négative n'en rapporte pas, avec la possibilité d'avoir des scores partiels aux questions. Il récolte les réponses aux questions de 32 fonds, enquête que nous retrouvons dans l'annexe n°3. Nous retrouvons un score moyen de 51%. 3 fonds totalisent un score supérieur à 20, les fonds souverains norvégien, néo-zélandais et du Timor-Leste. La grosse majorité des fonds a donc moins de la moitié, dont 18 ont moins de 10 points, regroupant les fonds du golfe arabe et les fonds asiatiques.

Par la suite, Truman effectue plusieurs mises à jour de son tableau de bord initial. En 2013, Bagnall et Truman proposent une mise à jour des versions précédentes de 2007 et 2010. Le principe est identique, reprenant les quatre axes de réflexion, même s'il y a désormais 33 questions composant le tableau, la principale différence se situant dans le fait que le score total est désormais ramené à 100 points. Au total, 49 fonds souverains ainsi que 9 fonds de pension sont évalués. L'annexe n°4 présente les changements au niveau des scores entre cette version du tableau et les anciennes. Le score moyen est de 54 et varie fortement entre les fonds. Si nous isolons les fonds membres de l'IFSWF, le score moyen est de 65, tandis que pour les non-membres, la moyenne est de 42. Il est également très intéressant de noter qu'entre 2007 et

2013, certains fonds souverains ont drastiquement augmenté leur score, comme par exemple, l'ADIA qui passe de 2 en 2007 à 58 en 2013, le CIC passant de 24 à 64 ou le GIC qui est passé de 9 à 66. A l'inverse, certains fonds ont très peu augmenté leur score sur cette période de 6 ans, ne montrant dès lors que très peu de volonté d'améliorer leur transparence, comme par exemple le QIA qui est passé de 8 à 17 entre 2007 et 2013. Enfin, Bagnall et Truman (2013) ajoutent une mesure de conformité avec les principes de Santiago. Dans leur tableau de bord, nous pouvons retrouver 16 des 24 principes majeurs.

Enfin, la dernière version est publiée en 2016 par Stone et Truman afin de faire état des progrès en matière de transparence et responsabilité. La liste évolue une nouvelle fois, totalisant 60 fonds évalués. Les critères d'évaluation sont restés les mêmes, au nombre de 33 et le score maximal est toujours de 100. Encore une fois (*cfr.* Annexe n°5), les scores des différents fonds sont assez disparates, allant de 98 au maximum à 11 pour le minimum avec un score moyen est de 62. Les auteurs rappellent cependant que le but du tableau de bord et de la notation des fonds n'est pas que tous les fonds souverains obtiennent le score parfait, mais bien de proposer un cadre de référence en la matière.

Il existe également un deuxième index du genre, à savoir le Linaburg-Maduell Transparency Index. Celui-ci a été créé par Carl Linaburg, président actuel du SWFI et Michael Maduell, qui en est le fondateur. Cet index utilise le même principe que Truman, à savoir une série de critères qui, s'ils sont positifs, accordent un point. Cependant, il est à notre sens moins robuste que celui de Truman car il ne se base que sur 10 principes essentiels représentant la transparence des fonds, c'est pourquoi nous ne le développons pas dans ce travail (Megginson et Fotak, 2015).

En conclusion de cette section, nous remarquons que sur une période d'une dizaine d'années, différents acteurs ont permis d'améliorer la transparence et la responsabilité des fonds souverains. Les tableaux de bord de Truman soient publiés en guise de cadre de référence, ils montrent que le score de la majorité des fonds s'est amélioré entre 2007 et 2016. De leur côté, les principes de Santiago ont installé un cadre de bonne conduite pour les fonds souverains adhérents et ont aidé à promouvoir la transparence des fonds de manière générale. Cependant, le fait qu'il ne soit pas obligatoire de les respecter a en quelque sorte coupé le groupe des fonds souverains en deux, c'est-à-dire les membres et les non-membres.

2.7. Politiques d'investissement

2.7.1. Avant 2014

Nous avons vu précédemment que la forme légale et le modèle de gouvernance variaient entre les fonds souverains. Il en va de même pour les politiques d'investissement. En effet, la composition du portefeuille, la tolérance au risque ainsi que l'horizon d'investissement varient également entre les différents fonds souverains. Ceci dépend des objectifs principaux (cfr. 2.3.) de chacun, par exemple un fonds de stabilisation n'aura pas la même tolérance au risque ni le même horizon qu'un fonds d'épargne pour les générations futures.

Chaque année, le SIL publie un rapport passant en revue les tendances et les chiffres qui se dégagent des investissements des fonds souverains. Nous constatons que ces tendances varient énormément d'année en année, en fonction notamment d'évènements économiques ou politiques, du développement de certains secteurs, etc. Nous pensons notamment au choc des prix du pétrole de 2014 qui a eu un impact conséquent sur les stratégies d'allocations d'actifs des fonds. De plus, la littérature existante est très développée sur le sujet et a permis de mettre en évidence des modèles d'investissement des fonds souverains. Etant donné que cette littérature est très vaste, nous proposons de passer en revue quelques auteurs qui ont publié sur le sujet afin d'en dégager les points clés avant de nous intéresser aux tendances des dernières années en matière d'investissement.

Historiquement, on retrouve plusieurs sujets traités par différents auteurs, à savoir le sujet des investissements internationaux avec des études à caractère géographique, l'impact sur les entreprises sélectionnées par les fonds, le fait de savoir si les fonds souverains sont différents des autres fonds en termes d'investissement, etc.

Tout d'abord, intéressons-nous à la réaction des prix des actions des entreprises à l'annonce d'un investissement par un fonds souverain. Une série d'articles, listée par Megginson et Fotak (2015), a traité le sujet et est parvenue à une conclusion constante, c'est-à-dire que sur le court terme, l'annonce d'une prise de participation d'un fonds souverain dans une société cotée a un impact positif sur les marchés et entraîne des rendements positifs durant la période d'annonce. Cependant, Bortolotti et al. (2015) affirment que ce rendement positif est inférieur de moitié par rapport aux investissements venant du privé. Ils qualifient ce phénomène de « décote du fonds souverain ». De leur côté, Kotter et Lel (2008) constatent que

les fonds souverains préfèrent investir dans les grandes entreprises peu performantes et rencontrant des difficultés financières. L'annonce d'un investissement entraîne un rendement en hausse dont l'intensité dépend de la transparence du fonds et de l'ampleur des prises de participation. Ils concluent en qualifiant les fonds souverains d'actionnaires passifs dont les prises de participation ont un impact limité sur les cibles.

Ensuite, sur le long terme, les preuves des réactions du marché sont loin d'être concluantes (Megginson et Gao, 2020). Des études font état de réactions tantôt positives comme Fernandes (2014) qui montre une amélioration des résultats d'exploitation des entreprises sélectionnées par les fonds souverains, tantôt négatives comme Bortolotti et al. (2015) qui de leur côté remarquent une dégradation des résultats sur les trois années qui suivent les investissements. Dès lors, l'impact à long terme des investissements sur les entreprises choisies n'est pas validé consensuellement par la littérature.

Enfin, sur le plan géographique, les fonds souverains concentrent la majorité de leurs investissements à l'étranger. Dans un article datant de 2013, Megginson montre que sur la période 1988-2012, les investissements étrangers des fonds représentent 82,4 % de leurs investissements totaux en nombres, et 69,1 % en valeur. Il y aurait deux raisons expliquant la tendance : premièrement, étant donné que les fonds souverains cherchent à investir à long terme dans des actifs financiers dont l'exposition est différente de celle de leur pays, le meilleur choix est d'investir dans d'autres pays. Deuxièmement, de nombreux fonds souverains sont basés sur des économies relativement petites. Ils sont dès lors contraints d'investir à l'étranger pour éviter une bulle des prix des actifs (Megginson et Fotak, 2015). Dans un contexte plus précis, l'analyse géographique des auteurs montre que les fonds souverains préfèrent investir dans les économies développées, particulièrement en Amérique du Nord et en Europe occidentale. Sur le plan industriel, le secteur financier est le secteur « préféré » des fonds souverains, représentant 65,3 % de la valeur totale des investissements effectués (Megginson et Fotak, 2015).

2.7.2. Après 2014

Comme nous l'avons déjà évoqué précédemment (cfr. 2.2.), la dépression prolongée des prix du pétrole débutant vers le milieu de 2014 a fortement affecté les revenus des fonds souverains exportateurs (Megginson et Gao, 2020). De plus, nous avons également mentionné les préoccupations aux niveaux politique et économique aux Etats-Unis et en Europe, continents qui sont tous les deux ciblés par les fonds souverains. Nous abordons dans cette section les évolutions au niveau des stratégies d'investissement des fonds souverains depuis 2014, en présentant les tendances dégagées par le SIL ces dernières années.

Tout d'abord, il est important de bien comprendre l'évolution des circonstances qui a poussé les fonds souverains à effectuer des changements afin de surmonter les difficultés des sources de financement et d'augmenter leurs rendements financiers. Ainsi, depuis 2014, les fonds souverains sont dans une période de transition. La crise pétrolière, qui a duré jusque 2017, a entraîné une chute du prix du baril de pétrole de plus de 100 USD à moins de 45 USD (Megginson et Gao, 2020). A côté de cela, le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) des économies émergentes a ralenti depuis 2010 pour atteindre un point très bas en 2015. Tout ceci implique que les gouvernements n'ont plus disposé de la même capacité qu'auparavant d'injecter des ressources financières dans leurs fonds souverains respectifs. Ce manque potentiel a forcé les fonds souverains à changer leur statut et leurs stratégies, passant d'accumulateurs d'actifs à gestionnaire d'actifs, afin de rechercher des rendements plus importants. Nous gardons à l'esprit que, même si nous n'avons pas assisté à d'importants retraits de capitaux des fonds souverains (Megginson et Gao, 2020), les pays faisant face à des problèmes économiques peuvent faire usage de leurs fonds respectifs pour stabiliser l'économie nationale et supporter les budgets.

En ce qui concerne l'impact à long terme des investissements des fonds souverains sur les entreprises-cibles, Megginson et Gao (2020) expliquent qu'un des défauts majeurs des recherches précédentes sur le sujet se situe dans le fait que ces études ignorent l'hétérogénéité qui définit les fonds souverains et mettent les fonds souverains dans des mêmes groupes. Cependant, certains facteurs tels que le système politique, les origines culturelles ou le niveau de démocratie ont comme conséquence que les fonds possèdent différents niveaux de transparence ou objectifs. De récents articles ont pris ce souci en compte ; Bortolotti et al. (2017) étayaient une détérioration des performances sur le long terme tandis que Lehmann et

Sarabi (2018) font état d'une amélioration des performances. Dès lors, le fait que les fonds souverains forment un groupe hétérogène implique que ceux-ci puissent générer des impacts différents sur les entreprises ciblées en fonction de certains critères telles que la transparence ou le niveau de démocratie des pays.

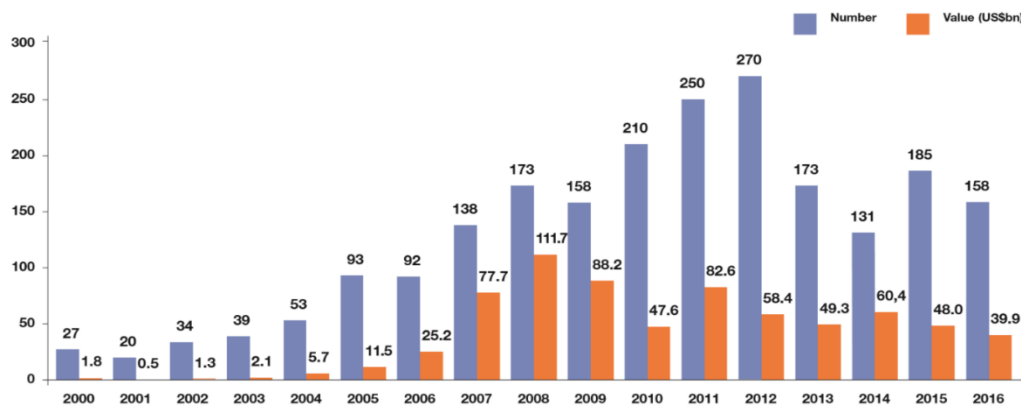
2.8. Tendances des dernières années

Les changements dans le paysage économique de ces dernières années ont grandement influencé les opérations des fonds souverains en les poussant à changer leurs stratégies d'investissement et à se mettre en quête de meilleurs rendements pour contrebalancer la diminution des entrées de capitaux venant de leurs gouvernements respectifs. Le SIL et l'IFSWF proposent un rapport annuel sur les fonds souverains discutant des principaux changements et des évolutions futures. De 2014 à 2016, c'est le SIL qui s'est chargé de la publication de celui-ci. Cependant, par après, il semblerait que cela soit devenu le rôle de l'IFSWF car nous n'avons plus trouvé de rapport annuel provenant du SIL. Dès lors, étant donné que les deux sources utilisent des définitions des fonds souverains légèrement différentes, il est judicieux de passer en revue les tendances de ces dernières années en distinguant les périodes 2014-2016 et 2017-2019.

2.8.1. Période 2014-2016

Sur la période, le SIL a pointé dans ses rapports annuels quelques tendances majeures, à savoir ; Au niveau des investissements directs des fonds souverains, 2014 aura marqué une diminution du nombre de prises de participation mais une augmentation de leur valeur globale. Ceci est expliqué par le fait que les 10 plus grosses transactions représentent plus de 50 pourcents de la valeur totale investie cette année-là (SIL, 2015). La figure n°5 montre que les conséquences du krach pétrolier se sont fait ressentir avec retard pour les fonds souverains, ce qui explique que la valeur totale des investissements atteigne en 2016 la valeur la plus basse que les fonds aient connu depuis 2006.

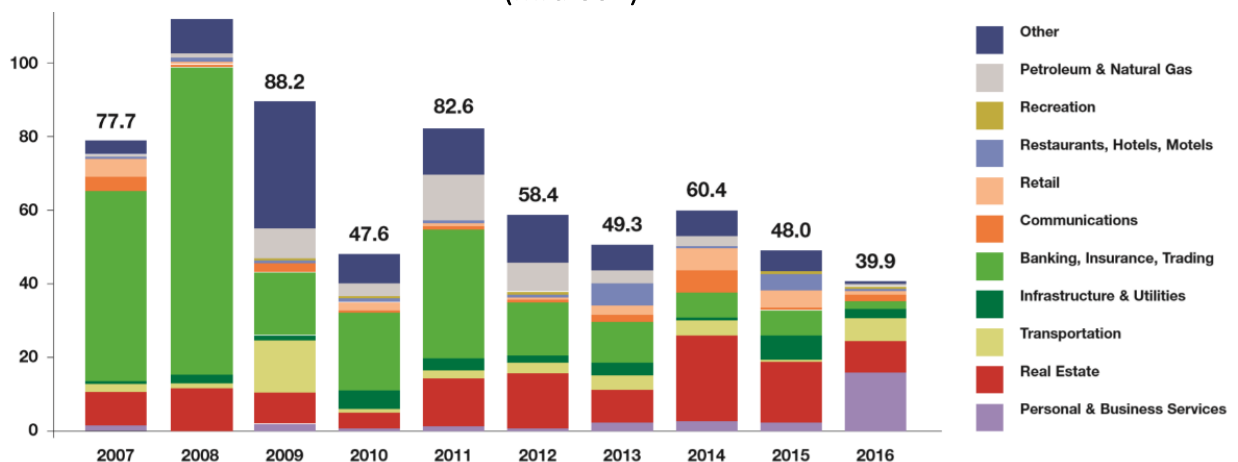
Figure n°5 : Investissements directs des fonds souverains de 2000 à 2016 (Mrd USD)



Source: Sovereign Investment Lab, Annual Report 2016.

En ce qui concerne les secteurs ciblés par les fonds souverains, 2014 est marquée par de nombreux investissements dans le secteur de l'immobilier, représentant 46 pourcents de la valeur totale des prises de participation. Le SIL explique qu'à cause des taux d'intérêts extrêmement bas, les fonds souverains recherchent « des actifs à forte marge brute d'autofinancement au niveau international tels que l'immobilier commercial et les supermarchés » (SIL, 2015, p.16, notre traduction). En 2016, les investissements dans le secteur financier touchent le fonds avec seulement 5 pourcents en termes de valeur et la tendance de l'immobilier s'essouffle comme le montre la figure n°6.

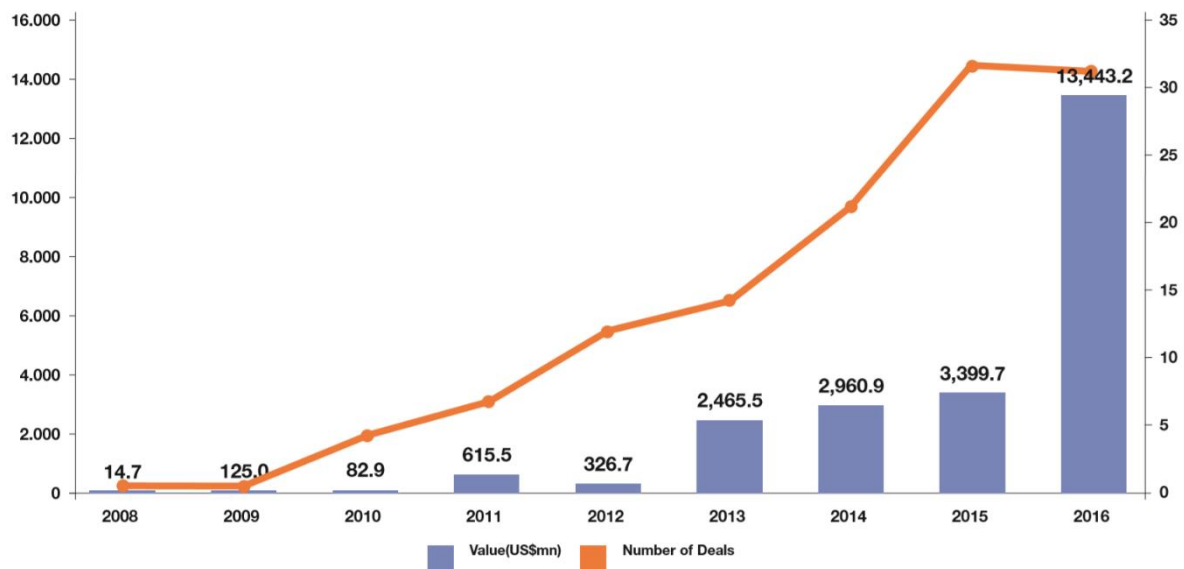
Figure n°6 : Montants des investissements des fonds souverains par secteur de 2007 à 2016 (Mrd USD)



Source: Sovereign Investment Lab, Annual Report 2016.

De l'autre côté, le fait que les fonds souverains cherchent à changer leurs stratégies est soutenu par l'appétit exponentiel des fonds souverains pour le secteur des technologies de l'information. En effet, la figure n°7 montre que le nombre mais surtout la valeur des prises de participation dans celui-ci ont littéralement explosé en 2016, totalisant 33 pourcents du total des investissements cette année-là. Les fonds souverains ont investi plus dans le secteur en 2016 que sur les dix dernières années combinées (SIL,2017). La faible croissance économique et les rendements des classes d'actifs traditionnels ont poussé les fonds souverains à investir de manière prématurée dans ces entreprises à fort potentiel.

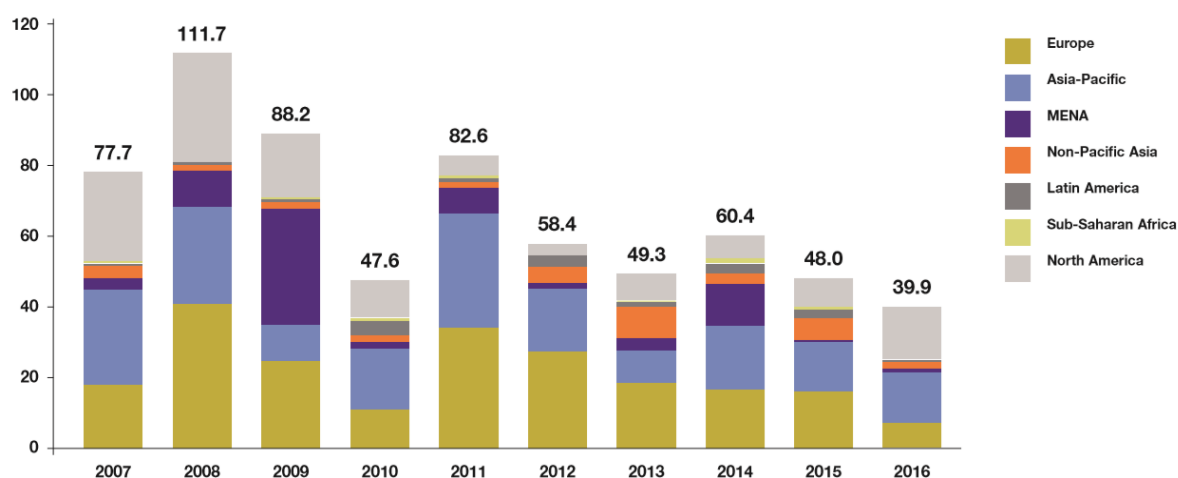
Figure n°7 : Investissements des fonds souverains dans le secteur des technologies de l'information de 2008 à 2016 (Mio USD)



Source: Sovereign Investment Lab, Annual Report 2016.

Enfin, sur le plan géographique, les Etats-Unis sont redevenus, après quelques années où les investissements étaient moins nombreux, une région appréciée en étant le marché le plus attractif en 2016. De son côté, l'Europe a attiré très peu de capitaux venant des fonds souverains et connaît une de ses pires années, comme le montre la figure n°8.

Figure n°8 : Répartition par région géographique des investissements des fonds souverains de 2007 à 2016 (Mrd USD)



Source: Sovereign Investment Lab, Annual Report 2016.

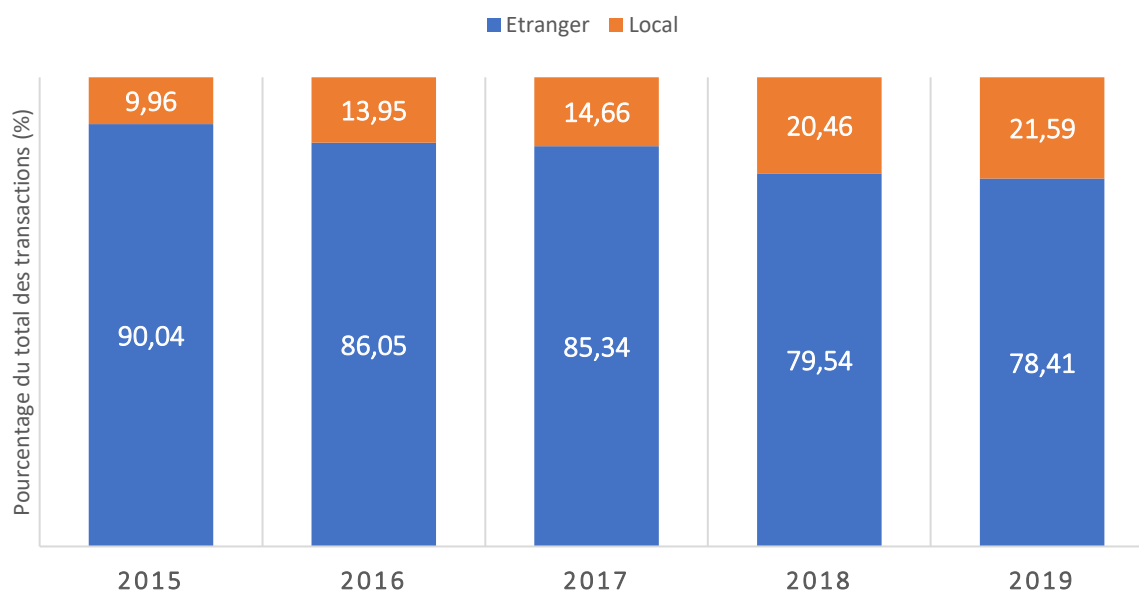
2.8.2. Période 2017-2020

Ces dernières années, l'environnement économique s'est montré compliqué et la reprise après les crises de 2008 et 2014 a été lent. Dès lors, la première tendance mise en avant par l'IFSWF (2020) est que le nombre d'investissements directs a globalement stagné depuis 2015, mais le montant des capitaux investis par les fonds souverains a chuté d'un tiers. Selon eux, il y a plusieurs facteurs expliquant ceci ; le ralentissement de la croissance économique mondiale, des tensions géopolitiques telles que le Brexit ou les conflits commerciaux entre la Chine et les Etats-Unis et des marchés boursiers moins liquides.

Ensuite, l'IFSWF a également montré que les fonds souverains avaient orienté leurs portefeuilles de manière à les rendre plus « résistants » pour supporter au mieux possible la crise actuelle. En effet, les fonds souverains investissent de plus en plus dans des secteurs comme la technologie, les télécommunications, les soins de santé ou de l'infrastructure. Les fonds souverains se sont montrés plus résilients lors du premier quadrimestre de 2020 et face à la crise du coronavirus. D'un autre côté, la tendance de 2014-2016 se confirme car les fonds souverains ont continué à investir davantage à un stade plus prématuré dans des start-ups du secteur des technologies de l'information (IFSWF, 2019a).

Une autre tendance que nous retrouvons dans le rapport de l'IFSWF (2020a) est que les fonds souverains investissent de plus en plus dans leurs pays respectifs. Comme le montre la figure n°9, en 2019, les investissements nationaux en private equity comptaient pour 21

Figure n°9 : Investissements directs des fonds souverains étrangers et locaux

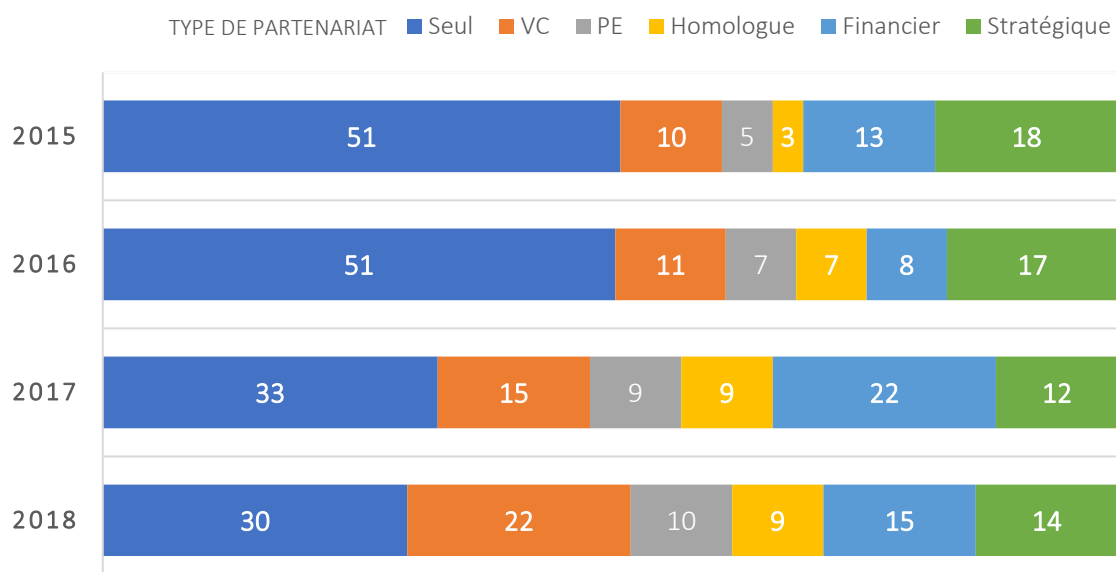


Source : IFSWF, Annual Review (2020).

pourcents du total alors qu'en 2015, ils ne représentaient que 10%. Pour rappel, certains fonds, comme Temasek Holdings de Singapour, ont pour objectif d'investir chez eux pour développer et diversifier leurs économies. A l'heure actuelle, d'après l'IFSWF, un tiers des fonds souverains sont destinés à investir à l'échelle nationale, ce qui explique cette tendance croissante.

Enfin, sur ces quatre dernières années, les fonds souverains ont investi de plus en plus en collaborant avec différents partenaires, les investissements seuls devenant donc un peu moins populaire. Au niveau des types de partenariat, les transactions des fonds souverains avec les venture capitalists ont doublé depuis 2015. Les fonds collaborent également plus entre eux. La figure n°10 illustre nos propos.

Figure n°10 : Investissements directs des fonds souverains par type de partenariat
(% du total)



Source : IFSWF, Annual Review (2019).

3. Les fonds souverains, une opportunité en matière de durabilité ?

Dans ces deux premiers chapitres, nous avons présenté le cadre général des fonds souverains depuis leur création jusqu'à aujourd'hui, abordons maintenant le rôle qu'ils pourraient avoir dans la mise en place de la transition au travers d'investissements à caractère durable. Sans rentrer dans trop de détails, nous savons depuis un petit temps déjà qu'il va falloir que nos modèles changent si nous voulons préserver la planète. La pierre angulaire de la mise en place de cette transition est sans nul doute les accords de Paris signés en 2015. Entré en vigueur fin 2016, l'accord vise à stabiliser le réchauffement climatique à 2°C d'ici 2100 et de poursuivre les efforts pour limiter celui-ci à 1,5°C (Agence Parisienne du climat, 2018). Pour les fonds souverains et les investisseurs de manière générale, le changement climatique représente des risques, mais également des nouvelles opportunités.

Par leur nature d'investisseurs institutionnels, les fonds souverains ont comme vocation d'agir dans le meilleur intérêt à long terme de leurs nations. De plus, dans le but de réaliser les objectifs de développement durable (*cfr* 3.1.), un montant conséquent de capitaux d'investissement à long-terme est nécessaire. Les fonds souverains possèdent cette puissance financière et représentent donc une opportunité de pouvoir investir dans les secteurs en ayant besoin. En incluant les investissements verts dans le mandat des fonds souverains, ceux-ci peuvent soutenir le développement à long terme en diversifiant l'économie par le biais de prises de participations dans des secteurs tels que les énergies renouvelables, les transports à faible émission de carbone, etc.

Ce chapitre est donc dédié à la possibilité que les fonds souverains soient utiles pour effectuer cette transition en investissant de façon socialement responsable. Dans un premier temps, nous définissons ce que sont les objectifs de développement durable et de quelle manière les fonds souverains pourraient aider à réaliser certains de ces objectifs. Dans un second temps, nous nous penchons sur les initiatives internationales qui ont été mises en place afin que les fonds instaurent des stratégies plus axées sur la durabilité. Dans un troisième temps, nous abordons le sujet de la finance durable et des facteurs CSR et ESG. Enfin, nous terminons par une étude de cas montrant que certains fonds souverains ont déjà accompli des investissements à caractère durable.

3.1. Les objectifs de développement durable et le rôle des fonds souverains

La conférence des nations unies sur le développement durable s'est déroulée en 2012. Également appelée Rio+20 pour marquer les 20 ans depuis le sommet de Rio 1992 (United Nations, s. d.), elle a rassemblé de nombreux états. Ceux-ci ont décidé de débiter un processus pour élaborer un ensemble d'objectifs de développement durable (*Sustainable Development Goals*, SDGs pour la suite). Ce n'est qu'en 2015 que ces SDGs ont été adoptés par l'Assemblée générale de l'ONU. Leur but est « simple » et ils constituent un plan d'action qui, d'ici 2030, doit délivrer l'homme de la pauvreté et instaurer un cadre de durabilité pour la planète (« Les SDGs », 2016).

Au nombre de 17, les SDGs sont liés à pas moins de 169 sous-objectifs qui constituent la route à suivre jusque 2030. Afin de mesurer l'avancée dans la réalisation de ceux-ci, un ensemble d'indicateurs globaux a été mis en place par l'UNSTAT en 2016. Ces objectifs de développement durable sont divisés en cinq thèmes principaux ; la planète, la paix, la prospérité, les gens et le partenariat. Cependant, le changement climatique est un objectif prioritaire car 8 des 17 SDGs ont un lien direct avec ce problème. L'annexe n°6 propose une vue d'ensemble des différents objectifs.

En ce qui concerne les fonds souverains, ils peuvent soutenir les SDGs de nombreuses manières. Au niveau de l'allocation des actifs, Sharma (2017) soutient que les investissements ayant le plus d'impact pour contribuer à la réalisation des SDGs sont les investissements de long terme dans les catégories d'actifs du marché privé telles que l'agriculture, la sylviculture, les logements et infrastructures de manière générale, les énergies propres et renouvelables mais également le venture capital et private equity. Nous verrons plus loin que certains fonds ont déjà adopté cette diversification et investi dans des actifs alternatifs.

Plus spécifiquement, Sharma (2017) a classé les SDGs en quatre ensembles selon leur accessibilité aux fonds souverains :

- Le premier ensemble regroupe les SDGs de l'économie réelle et est grandement accessible aux investissements des fonds souverains. Les principes faisant partie de ce groupe sont (3) bonne santé et bien-être, (8) travail décent et croissance économique et (12) consommation et production responsables (*cfr* Annexe n°6 pour les logos). La plupart des fonds souverains y sont déjà exposés. En effet le SDG (8) sur la croissance économique est

certainement un des principes à la base de tous les portefeuilles d'investissement des fonds. Quant aux SDGs (3) et (12), ils sont accessibles en investissant dans le secteur des soins de santé ou des produits manufacturés et de consommation (Sharma, 20017).

- Le second groupe de SDGs défini par Sharma est composé des principes suivants : (13) mesures relatives à la lutte contre les changements climatiques, (14) protection de la faune et flore aquatiques et (15) protection de la faune et flore terrestres. Ces trois objectifs sont difficilement accessibles de manière directe. Cependant, en considérant une approche liée au portefeuille, les impacts sont plus facilement mesurables. Par exemple, un portefeuille immobilier ne favorise pas au premier abord les SDGs liés au climat, mais si celui-ci exige que toutes ses propriétés aient une certification de faible consommation d'énergie, alors l'impact global de ce portefeuille sera plus favorable aux objectifs de lutte climatique.
- Le troisième groupe rassemble les SDGs de développement social : (1) Pas de pauvreté, (2) Lutte contre la faim, (4) Accès à une éducation de qualité, (5) Egalité entre les sexes, (10) Réduction des inégalités et (16) Paix, justice et institutions efficaces. Ils sont difficiles d'accès dans le sens où il n'est pas simple d'effectuer des investissements directs dans ces branches. Cependant, les fonds investissant dans les économies émergentes tendent à naturellement réduire la pauvreté et les inégalités entre régions du globe.
- Le dernier groupe reprend les principes (6) Eau propre et assainissement, (7) énergie propre et d'un coût abordable, (9) Industrie, innovation et infrastructure et (11) Villes et communautés durables. Cette série d'objectifs est considérée (Sharma, 2017) comme la prochaine « frontière d'accès » aux fonds souverains. En d'autres termes, les possibilités d'investissement sont rares mais il existe des fonds ciblés sur ces objectifs. Enfin, ces objectifs ont beaucoup en commun avec les politiques gouvernementales, donc des partenariats entre les fonds souverains et les gouvernements sont possibles pour créer des opportunités soutenant les SDGs.

A côté de ceci, il ne faut pas oublier que le but premier d'un fonds souverain est de chercher et obtenir des rendements sur investissements satisfaisants. Dès lors, il existe différents risques et contraintes par rapport à ces SDGs, notamment en fonction de l'objectif principal du fonds (*cfr* 2.3.). Cette ouverture aux différents objectifs de développement durable dépend aussi très fortement de l'appétit du fonds en matière de risque ainsi que de son objectif principal qui détermineront sa stratégie d'allocation d'actifs.

3.2. Les initiatives internationales

Dans une section précédente (cfr 2.6.), nous avons déjà parlé des principes de Santiago et des scoreboards de Truman. Ceux-ci sont reconnus pour avoir permis de lever quelque peu le voile sur l'opacité des fonds souverains en mettant en place un véritable cadre international, mais également de leur attribuer un score de transparence au travers d'une série de critères. A l'heure actuelle, nous pouvons considérer que les fonds souverains ne constituent plus une menace mais une opportunité permettant de financer les SDGs et la transition. Dans ce cadre, le nouveau mandat des fonds souverains est d'ordre éthique et durable. Il ne s'agit plus de simplement considérer un fonds souverain uniquement par sa puissance économique ou son niveau de transparence mais bien de pouvoir évaluer à côté de cela sa capacité à contribuer à la réalisation d'objectifs à caractère durable. Cependant, à l'heure actuelle, il n'existe pas encore d'équivalent des scores de Truman pour la durabilité des fonds. Malgré tout, il existe des initiatives montrant que les fonds souverains sont concernés par le sujet de la durabilité.

Tout d'abord, les principes des Nations Unies pour l'investissement responsable (UNPRI en anglais) constituent une initiative à caractère international qui concernent les pratiques d'investissement éthiques et responsables des investisseurs privés et publics (Karametaxas, 2017). Au nombre de 6 (cfr. Annexe n°7), ils ont été créés en 2006 et ont pour objectif d'aider les adhérents à intégrer les questions à caractère environnemental, social et de gouvernance (*Environmental, Social and Governance, ESG*) dans les stratégies d'investissement, politiques et pratiques. Malheureusement, même si ces principes ont été reconnus et adoptés à l'échelle mondiale, ce n'est pas le cas des fonds souverains. En effet, en 2014 seulement 3 des 273 propriétaires d'actifs signataires étaient des fonds souverains, à savoir le GPFNG norvégien, le Superannuation Fund néo-zélandais (NZ Super fund) et le Caisse des dépôts et consignations de France (Karametaxas, 2017).

Pour faire suite à l'adoption des accords de Paris en 2015, le « sommet » ou *One Planet Summit* se déroule fin 2017. C'est lors de celui-ci que le *One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group* (OPSWF) est créé. Sous la tutelle du président français Emmanuel Macron et de la première ministre norvégienne Erna Solberg, 6 fonds souverains composent ce groupe de travail ; l'ADIA, le KIA, le QIA, le GPFNG, le PIF et le NZ Super Fund (*One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group*, 2018). Ils se sont engagés à élaborer un cadre ESG pour faire face aux

risques financiers liés au changement climatique et à mettre au point des indicateurs afin d'informer les investisseurs des priorités sur les marchés financiers. Ce modèle est publié en juillet 2018 sous le nom de *One Planet Sovereign Wealth Fund Framework* et est constitué de trois principes majeurs, ayant pour objectif « d'accélérer l'intégration de l'analyse du changement climatique dans la gestion de pools d'actifs importants, à long terme et diversifiés » (OPSWF Framework, 2018, notre traduction). Les principes composant le cadre sont les suivants :

- « Alignement : Intégrer les considérations relatives au changement climatique, qui sont alignées sur les horizons d'investissement des fonds souverains, dans le processus décisionnel.
- Propriété : Encourager les entreprises à aborder les questions importantes liées au changement climatique dans leur gouvernance, stratégie et planification commerciales, gestion des risques et rapports publics afin de promouvoir la création de valeur.
- Intégration : Intégrer la prise en compte des risques et opportunités liés au changement climatique dans la gestion des investissements afin d'améliorer la résilience des portefeuilles d'investissement à long terme. » (OPSWF Framework, 2018, notre traduction)

Par la suite, ces principes sont subdivisés en plusieurs sous-principes expliquant plus en détails le cadre.

Etant donné la diversité des cadres légaux et mandats des différents fonds souverains, l'adhésion au cadre est volontaire et se veut non contraignante. Ainsi, en juillet 2019, 8 gestionnaires d'actifs représentant ensemble 15 billions USD gérés ont rejoint le mouvement initié en créant le *One Planet Asset Managers Initiative* afin de supporter le modèle OPSWF (OPSWF, 2019).

A l'heure actuelle, le *One Planet Summit* a déjà eu lieu trois fois : à Paris lors de sa création en 2017, en 2018 à New York et en 2019 à Nairobi. La prochaine rencontre est prévue à Marseille pour janvier 2021 (One Planet Summit, 2019). Le but de ces rencontres annuelles est de faire le point sur les engagements initiaux en termes d'avancement mais également de progresser sur le plan concret afin d'accélérer l'action climatique. Par exemple, lors du sommet de Nairobi, le groupe de la Banque mondiale a annoncé la mobilisation d'une enveloppe de 22,5 Mrd USD en faveur de l'action climatique en Afrique entre 2021 et 2025. Ce montant

représente plus du double du montant investi ces 5 dernières années dans des projets climatiques par la Banque mondiale (Banque Mondiale, 2019).

3.3. Finance durable, facteurs CSR et ESG

Comme discuté précédemment, les investissements durables représentent une grande opportunité pour les investisseurs institutionnels parce que ceux-ci ont pour objectif d'agir pour le long terme. Ces investissements responsables sont devenus des préférences pour la société et les fonds souverains, en tant que gérants des actifs de leurs états, doivent répondre à cette demande sociétale (Liang et Renneboog, 2020). Le FMI définit la finance durable comme « l'intégration des principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions commerciales, le développement économique et les stratégies d'investissement » (IMF, 2019). Le concept d'ESG se définit comme un ensemble de critères ou normes environnementales, sociales et de gouvernance que les investisseurs socialement responsables utilisent pour sélectionner des investissements potentiels (Investopedia, 2020b).

En lien avec les SDGs dont nous avons précédemment discuté, les fonds peuvent choisir d'investir dans des projets reconnus ESG, voire même d'orienter leurs stratégies dans cette direction. Mullen et Rose (2018) ont mené une enquête sur les 26 plus grands fonds souverains, celle-ci révèle notamment que 15 % des fonds souverains sont soumis à des restrictions ESG, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent pas effectuer des investissements non éthiques. A côté de cela, 8 % (2 fonds sur les 26) tiennent compte de l'ESG dans leur politique d'investissement et 15% font face à des restrictions quant aux classes d'actifs dans lesquelles ils peuvent investir. A côté des critères ESG, nous retrouvons la responsabilité sociale des entreprises ou *Corporate Social Responsibility* (CSR pour la suite). De manière théorique, la CSR peut être définie comme un modèle d'entreprise autorégulé qui va lui permettre d'être socialement responsable (Investopedia, 2020a). Gerard (2018) a publié une revue de littérature sur l'ESG et le SRI (*Socially Responsible Investing*) et explique que les deux concepts sont en lien mais légèrement différents. La CSR englobe deux éléments de l'ESG, en l'occurrence les piliers environnement et social, résumant que l'ESG est la CSR plus le pilier gouvernance.

Sur le plan financier, Gerard (2018) a montré qu'il existait une corrélation positive entre les l'ESG et la performance financière des entreprises. Cependant, la sensibilisation croissante aux

questions ESG a effacé l'avantage en termes de performance dans le temps. Friede et al. (2015) ont également constaté une corrélation positive entre les facteurs ESG et les performances financières sur un panel de 2000 études universitaires. Cependant, si nous prenons le point de vue de l'investisseur, des prises de participations dans des portefeuilles à haute valeur ESG n'aboutissent pas à des rendements prévus supérieurs. Ainsi, Renneboog et al. (2008) ont constaté que les fonds SRI sous-performent par rapport aux indices de références nationaux de -2,2% à -6,5%.

Enfin, sur le plan éthique, Mullen et Rose (2018) montrent dans leur enquête que sur 26 fonds souverains, 15 d'entre eux (58%) déclarent avoir un code d'éthique afin de s'assurer que les investissements sont effectués en accord avec les politiques et autres règlements du fonds.

En conclusion, les fonds souverains ont de multiples raisons de s'intéresser aux pratiques ESG des sociétés composant leur portefeuille. Les fonds souverains sont des investisseurs de long-terme créés dans le but de laisser un héritage pour le futur. De plus, les investissements responsables sont devenus populaires au sein de la société et les études ont montré que les facteurs ESG étaient positivement liés aux performances des entreprises. Cependant, il existe de nombreux risques à prendre en compte, comme déjà discuté précédemment.

3.4. Etudes de cas

Afin d'appuyer les propos de ce chapitre, il nous semblait utile de montrer qu'à l'heure actuelle, les fonds souverains sont bien concernés par les SDGs et la finance durable. Nous passons donc en revue quelques cas concrets de fonds souverains qui ont des stratégies d'investissement ouvertes sur les investissements durables.

- Le fonds singapourien Temasek Holdings est fort exposé aux technologies aspirant à construire de nouveaux modèles durables (Capapé et al., 2019).
- Le fonds pétrolier d'Azerbaïdjan (SOFAZ) investit 50 % de ses revenus dans des projets d'infrastructure tels que le pipeline de Bakou, la construction de camps de réfugiés, des programmes éducatifs, etc. (Lo Turco, 2014)
- L'ADIA et le GIC soutiennent de façon continue Greenko, une entreprise basée en Inde spécialisée dans le domaine des énergies renouvelables (Capapé et al., 2019).

- Le fonds souverain des émirats arabes unis Mubadala Investment Company (MIC) investit de façon active au travers de sa filiale Masdar dans les infrastructures d'énergie renouvelable. Il est un des leaders dans ce domaine pour la région du Golfe Arabe.

Il existe de nombreux autres exemples de fonds souverains qui sont actifs dans les investissements durables. Nous pensons notamment à la Norvège qui a toujours été un pionnier parmi les fonds souverains dans tous les domaines, y compris la finance durable. C'est également le cas du CIC chinois, du PIF d'Arabie Saoudite, du NZ Super Fund et bien encore d'autres. L'annexe n°8 met en avant une série d'investissements durables conséquents effectués par les fonds souverains en 2018 et 2019. Nous retrouvons les fonds cités ci-dessus et nous remarquons également que les secteurs ciblés ainsi que les régions géographiques de ces investissements varient de façon significative.

A présent que nous avons passé en revue la littérature existante sur les fonds souverains et discuté de la durabilité de manière théorique, nous passons à la partie plus pratique de ce travail. Les sections suivantes sont dédiées à la description des données, de la méthode de travail et de nos résultats.

4. Données

Pour réaliser notre étude de la durabilité des fonds souverains, nous avons choisi de réaliser une analyse textuelle des rapports annuels de ces derniers. Nous détaillons la méthode dans la section suivante et nous nous intéressons ici à la sélection des fonds souverains qui constituent notre échantillon d'étude.

Tout d'abord, comme expliqué dans le chapitre 2 qui passe en revue la littérature sur le sujet, il n'existe pas de définition universelle de ce qu'est un fonds souverain et donc pas de liste exhaustive de ceux-ci. De plus, le groupe hétérogène que forment les fonds est très mouvant, c'est-à-dire que certains gouvernements prennent parfois la décision de clore leur fonds souverain, tandis que d'autres planifient la création d'un fonds dans leurs pays. Par exemple, des pays comme l'Algérie (Le Matin d'Algérie, 2017) ou le Brésil (Agencia EFE, 2018) n'ont plus de fonds souverain tandis que d'autres comme Djibouti (Agence Ecofin, 2020) viennent de créer le leur ou planifient de le faire.

Ainsi, nous avons dû construire notre panel de fonds souverains par nous-même. Pour ce faire, nous considérons une définition assez large en nous alignant avec la définition de Truman, en l'occurrence qu'un fonds souverain est « un ensemble distinct d'actifs financiers détenus ou contrôlés par l'Etat, qui comprend certains actifs internationaux » (Truman, 2008, p. 1, notre traduction), en excluant toutefois les fonds de pension.

La première étape de cette démarche a été de reprendre la liste des fonds souverains proposée par le SWFI (2020) et de l'épurer des fonds n'étant pas souverains, la majeure partie du temps des fonds de pension. Pour être certains de nos informations, nous avons soumis cette liste à Madame Victoria Barbary, directrice de la stratégie à l'IFSWF, qui nous aura renseigné une liste de fonds souverains plus succincte créée par l'IFSWF (2019b). L'annexe n°9 est le résultat de cette première recherche et constitue une version préliminaire de notre base de données reprenant 68 fonds souverains.

La seconde étape correspond à la recherche des rapports annuels disponibles de manière publique de nos fonds souverains présélectionnés. Au total, sur les 68 fonds ressortant de la première étape, nous avons réussi à trouver le rapport annuel dans 44 cas. La plupart de ces rapports étaient disponibles sur le site de l'IFSWF (2020b) car 29 de ces fonds ont adhéré aux principes de Santiago. Pour le solde, le rapport était disponible publiquement sur les différents

sites internet des fonds souverains. Afin d'avoir une base commune d'analyse, nous avons cherché les rapports annuels de l'année 2018. Cependant, pour 4 de nos fonds souverains, le rapport de 2018 n'a pas pu être trouvé et nous nous sommes contentés d'en prendre un d'une autre année, en l'occurrence 2015 ou 2016. L'annexe n°10 constitue la base définitive de notre étude et est composée de 44 fonds, classés par ordre alphabétique des pays. Nous y retrouvons le nom du fonds, le total estimé des actifs gérés (SWFI, 2020) ainsi que la date du rapport annuel disponible trouvé.

En ce qui concerne les fonds pour lesquels nous n'avons trouvé aucun rapport annuel, nous avons voulu vérifier s'il existait un lien entre le fait que le rapport annuel n'était pas disponible et un score de transparence faible sur le scoreboard de Stone et Truman (2016). L'annexe n°11 présente les scores de certains des fonds pour lesquels nous n'avons pas de rapport. Certains fonds n'ont pas de score sur l'échelle de Truman, les auteurs ayant préféré limiter leur scoring à un panel de 60 fonds pour s'intéresser aux fonds souverains principaux. De manière intuitive, nous aurions pu nous attendre à ce que les fonds sans rapport annuel public se retrouvent avec un score de transparence faible et vice-versa pour les fonds avec rapport annuel. Cependant, il n'en est rien.

Stone et Truman (2016) ont montré dans leur scoreboard qu'il n'y a pas de corrélation entre l'affiliation d'un fonds à l'IFSWF et son score de transparence. Au contraire, ils expliquent que l'IFSWF pourrait faire beaucoup mieux au niveau de son nombre de membres mais également au niveau de la transparence des fonds déjà adhérents.

Dès lors, nous ne pouvons pas conclure qu'il y a un lien entre le score de transparence et la disponibilité du rapport annuel d'un fonds souverain. Tous les fonds ne divulguant pas leur rapport doivent certainement avoir leurs raisons. Par exemple, le KIA (2020) explique sur son site que la loi relative à la création du fonds souverain comporte des clauses particulières, dont une interdisant la divulgation publique de toute information liée aux opérations du fonds. Un autre exemple est celui du BIA qui est la propriété légale du sultan de Brunei et n'a donc aucune obligation de reporting. Enfin, dans la plupart des cas, nous n'avons simplement pas trouvé de site internet ou s'il y en avait un, celui-ci ne présentait pas de section dédiée à la divulgation des rapports annuels.

5. Méthodologie

Afin d'analyser les rapports annuels des fonds souverains constituant notre échantillon, nous décidons de procéder par analyse textuelle. Plus spécifiquement, l'idée générale est de chercher dans ces documents une série de mots-clés sélectionnés qui reflèteront le caractère durable et responsable des fonds souverains. L'objectif final de cette recherche est de proposer un indice de durabilité des fonds souverains sur base de leurs rapports annuels et d'expliquer quels facteurs sont liés à cet indice.

5.1. Choix du champ lexical

La première étape de notre méthode consiste à déterminer les mots qui font partie de notre champ lexical. Pour ce faire, nous nous inspirons de l'article de Candelon et al. (2018) qui s'intéresse aux Investissements Socialement Responsables (SRI). Les auteurs examinent s'il existe un décalage entre ce qui est dit et ce qui est fait, c'est-à-dire entre ce que les fonds prétendent faire au travers de leurs noms ou labels et les investissements réellement effectués. Dans leur étude, ils déterminent les fonds communs de placement socialement responsables grâce à une recherche par mots-clés. Nous nous basons donc sur leur dictionnaire pour créer le nôtre, la totalité des termes étant repris de leur article à l'exception de *renewable*, mot qui nous semblait pertinent à rajouter après avoir parcouru les différents rapports annuels. Voici donc les termes qui forment notre liste d'étude :

Tableau n°1 : Champ lexical de l'étude

Carbon	Green
Climate	Human Rights
Environmental	Responsible
ESG	Renewable
Ethic	Social
Governance	Sustainable

Source : Candelon et al. (2018), Auteur.

Nous avons gardé ces mots en anglais car la grande majorité des rapports annuels est rédigée dans cette langue. En ce qui concerne les rapports écrits dans une langue étrangère, nous avons

deux rapports écrits en français (BpiFrance et Fonsis Sénégal), deux écrits en espagnol (Fondo de Ahorro de Panama et Fondo Mexicano del petroleo para la estabilizacion y el desarrollo) et un en portugais (Fundo Soberano de Angola). Pour les premiers, nous avons simplement traduit les mots-clés en français pour ensuite les rechercher dans les rapports concernés. Pour les autres, nous les avons traduits en anglais grâce à la fonctionnalité de traduction proposée par Microsoft Word.

Au niveau de la liste de mots, il faut être attentif à deux éléments : dans un premier temps, la recherche de ces mots-clés dans les rapports annuels se fait dans le but de faire ressortir le caractère durable des fonds souverains. Dès lors, certains mots tels que *carbon*, *climate* ou *responsible* peuvent avoir un sens différent de celui pour lequel nous le recherchons. Loughran et al. (2009) s'intéressent aux termes relatifs à l'éthique et décident de supprimer des phrases contenant leurs mots mais avec un contexte différent de celui recherché. Ainsi, nous avons également été attentifs à leurs significations respectives dans les rapports et nous décidons de ne conserver les fréquences de ces mots uniquement lorsqu'il y a une connotation durable. Dans un second temps, la majorité des mots sélectionnés ont des mots dérivés. De manière simple, si nous prenons l'exemple de *sustainable*, nous avons trouvé dans les rapports des mots tels que *sustainability*, *sustain*, *sustained* ou *sustainable*. Pour faciliter la synthétisation des résultats, nous considérons que les mots-clés présentés en résultats réunissent leurs dérivés. Afin de ne pas manquer de mots dérivés potentiels à rechercher, nous utilisons le dictionnaire mis en place par Loughran et McDonald (2011) qui regroupe de manière exhaustive les mots utiles à l'analyse textuelle.

5.2. Première analyse des rapports annuels et construction de l'indice

Après avoir effectué les recherches de nos mots-clés dans les différents rapports annuels à notre disposition, nous reportons les résultats de deux manières : la première présente si les mots apparaissent ou non dans les rapports de sorte à dresser un premier classement des fonds, et la seconde permet de ressortir le nombre de fréquences obtenues pour chaque mot afin de dresser un second classement.

Ensuite, nous proposons de créer un indice de durabilité en prenant le rapport entre le nombre d'occurrences du champ lexical et la longueur des rapports annuels en termes de

nombres de mots. Loughran et McDonald (2015) expliquent qu’une fois le total des fréquences obtenus, il est bien souvent mis en relation avec le nombre total de mots du document. D’autre part, Bennani (2020) construit un indice reflétant l’excès de confiance de la Fed (réserve fédérale des Etats-Unis). Pour ce faire, il met en relation le nombre d’occurrences de ses mots-clés par rapport au total d’articles faisant mention de la présidence de la Fed sur une période donnée. Cependant, comme expliqué par Loughran et McDonald (2016), le compte brut des mots est souvent fortement lié à la longueur du texte étudié. Nous vérifions donc s’il existe une quelconque relation entre la longueur du document en nombre de mots et le score obtenu sur notre indice par le fonds souverain en question, afin de déterminer si l’indice créé est biaisé par la taille des rapports annuels. Nous confirmons dans les résultats que la longueur du rapport semble diluer de manière trop importante le nombre d’occurrences, diminuant leur significativité du comportement durable des fonds souverains.

5.3. Application de la méthode aux sociétés pétrolières

Afin de donner un peu de relief à notre étude, nous décidons d’analyser les rapports annuels de trois compagnies pétrolières connues à l’international, à savoir ExxonMobil, BP et Shell, et de leur attribuer un score selon la même méthodologie sur notre indice. Le but de cette démarche est de proposer un point de référence externe à nos fonds souverains qui nous permette de faire une comparaison simple. De manière volontaire, nous prenons le rapport simplifié -donc moins long- de la compagnie ExxonMobil, tandis que pour BP et Shell nous prenons la version officielle en format 20-F qui est donc plus longue en termes de mots. Nous faisons ce choix pour pouvoir confirmer ou non notre hypothèse de corrélation négative entre le score sur l’indice et la taille du rapport en nombre de mots. En ce qui concerne l’analyse des rapports de ces entreprises, nous cherchons les mêmes mots-clés et nous sommes donc tout autant vigilants que pour les fonds souverains à propos de la connotation durable de ces mots-clés. En effet, des termes comme *carbon* apparaissent beaucoup plus souvent et dans un autre contexte que pour les fonds souverains.

Par la suite, nous intégrons ces trois entreprises à notre seconde version de l’indice pour avoir le recul nécessaire au moment d’interpréter nos scores finaux car elles constituent, à

notre sens, un point externe de comparaison apportant la prudence au niveau de l'interprétation des résultats.

5.4. Réduction des rapports annuels et seconde analyse

Nous proposons de créer une seconde version de notre indice afin de pallier ce problème lié à la longueur du rapport. Nous prenons en considération le fait que certains rapports soient trop longs étant donné qu'ils proposent de l'information sur de nombreux sujets autre que la durabilité. Nous souhaitons donc reprendre nos rapports annuels, en incluant à nouveau les entreprises pétrolières comme point de repère, et cloisonner notre recherche de mots-clés aux sections importantes. Ainsi, les états financiers détaillés et les rapports d'auditeurs ne seront plus pris en compte pour cette seconde analyse, diminuant donc le nombre de mots total du rapport. Nous gardons la même méthodologie de recherche ainsi que le même champ lexical. Le but de cette démarche est de réduire au maximum l'incidence de la longueur d'un rapport annuel sur le score obtenu par son fonds souverain sur notre indice. Nous prenons également en compte qu'avec la réduction de la taille des rapports, il est possible voire probable que nous perdions quelques fréquences pour certains mots dans nos rapports.

Cependant, comme nous le détaillons dans la section suivante, nous craignons que les rapports annuels trop courts en nombre de mots influencent de manière trop positive le score obtenu par un fonds souverain. Nous prenons donc la médiane de notre échantillon en termes de nombre de mots du rapport annuel et nous n'effectuons pas de seconde étude sur les rapports annuels qui ont un nombre de mots inférieur à celle-ci afin d'éviter trop de scores extrêmes. En ce qui concerne la moitié supérieure à la médiane sur laquelle nous souhaitons effectuer une seconde étude, certains fonds souverains ne présentent simplement pas d'états financiers dans leur rapport annuel et nous n'avons donc pas pu réduire le nombre de mots. C'est notamment le cas du GIC de Singapour, le Kazakhstan National Fund ou le Khazanah National Berhad de Malaisie. De plus, deux autres fonds souverains, à savoir le North Dakota Legacy Fund et le New Mexico State Investment Council, tous deux américains, n'ont pas pu être réduits non plus, simplement parce que leurs rapports annuels sont en fait des états financiers présentés et commentés.

Après la réduction des rapports annuels choisis et valides, nous obtenons donc un second score pour cette série de fonds souverains. Nous calculons leur nouveau score selon la même méthode qu'auparavant et nous les réintégrons au premier groupe. Pour terminer, nous décidons de normaliser le score pour le ramener sur une base 100 qui est une base intuitive de comparaison et d'interprétation, ce qui nous permet d'établir notre seconde et dernière version de l'indice de durabilité.

5.5. Matrice de corrélation et tests d'analyse bivariée

Pour terminer cette étude, nous souhaitons donner de la robustesse à nos résultats car nous nous rendons bien compte que le pouvoir explicatif de notre indice est à prendre avec précaution. Nous reprenons donc nos résultats et nous tentons de trouver des variables explicatives de ce score. Nous ne faisons pas intervenir dans cette analyse les compagnies pétrolières car nous souhaitons cloisonner l'analyse et les résultats à notre panel de fonds souverains. De façon évidente, nous ne prenons pas en considération le nombre d'occurrences ainsi que le nombre de mots des rapports annuels car ces deux variables ont servi à construire notre indice. Nous choisissons donc d'analyser des caractéristiques générales des fonds souverains, en l'occurrence :

- L'origine de la richesse du fonds souverain, c'est-à-dire si sa richesse est basée sur les matières premières ou non.
- Le fait que notre fonds souverain soit le seul dans son pays, ou non.
- La région géographique à laquelle appartient le fonds souverain.
- La date de création du fonds que nous utilisons pour calculer l'âge du fonds souverain.
- La taille du fonds en termes d'actifs gérés (estimés).

Les trois premières variables, à savoir l'origine de la richesse, la présence d'un autre fonds souverain dans le même pays ou non et la région géographique, sont toutes exprimées sous la forme de variables *dummy*, c'est-à-dire qu'elles ne prennent que la valeur de 0 ou de 1 pour marquer la présence ou l'absence d'un critère recherché. Pour le critère géographique, nous créons donc une *dummy* pour chaque région, à savoir l'Europe, l'Asie, l'Amérique du Nord et du Sud, l'Océanie, l'Afrique et le Moyen-Orient, et le fonds souverain prendra la valeur de 1

pour sa région correspondante. En ce qui concerne l'origine de la richesse, la variable *dummy* prend la valeur de 1 lorsque le fonds souverain tire sa richesse des matières premières, 0 quand ce n'est pas le cas. Enfin, la *dummy* sur la présence de plusieurs fonds souverains dans un même pays prend la valeur de 1 si le fonds est le seul dans son pays et 0 s'il y a plusieurs fonds souverains reconnus dans le même pays. Nous pouvons par exemple citer Singapour, les Etats-Unis, la Chine ou encore les Emirats Arabes Unis. Toutes les informations nous proviennent du SWFI, de l'IFSWF ou des sites web et rapports annuels des fonds souverains.

Après avoir rassemblé les informations des variables à analyser, nous importons notre feuille Excel sur R Studio et nous créons notre matrice de corrélation. Après cela, nous effectuons des tests d'analyse bivariée entre notre variable potentiellement dépendante qui est le score et chacune des autres variables. Nous posons pour ces tests l'hypothèse nulle que les variables testées sont indépendantes et nous travaillons sur des intervalles de confiance à 95%. Nous effectuons également ces tests entre les autres variables pour trouver d'autres corrélations significatives.

6. Résultats et interprétations

Comme expliqué dans la section précédente, nous avons cherché les différents mots-clés dans les rapports annuels des différents fonds souverains. Voici les résultats des différentes étapes de cette analyse.

Tout d'abord, nous établissons un premier classement qui répertorie les fonds souverains en fonction du nombre de mots retrouvés dans les rapports annuels. L'annexe n°12 présente les résultats. Il n'y a que deux fonds pour lesquels tous les mots sont présents dans le rapport, en l'occurrence 12, le fonds souverain néo-zélandais NZ Super Fund et le fonds souverain italien CDP Equity. A l'inverse, un seul fond ne présente aucun des mots recherchés dans son rapport annuel, à savoir le fonds souverain américain Alabama Trust Fund. Nous retrouvons en moyenne 6 mots sur les 12 recherchés. En analysant le haut et le bas du classement, nous pouvons dégager quelques caractéristiques : 4 des 5 fonds américains présents dans notre base de données font partie des « pires » fonds au niveau du nombre de mots présents en présentant 2 voire 0 mots. A l'inverse, les fonds européens se situent dans le haut du classement. En effet, les fonds italien, norvégien, français et irlandais présentent respectivement 12, 11, 11 et 10 mots. Pour terminer cette première approche, nous pointons les mots repris le plus et le moins de fois par notre panel de fonds : le mot *sustainable* est présent au moins une fois dans tous les rapports annuels sauf l'Alabama Trust Fund. Le mot *governance* est également fort repris et est présent dans 39 des 44 rapports annuels. De l'autre côté, les mots les moins « populaires » sont les mots un peu plus spécifiques tels que *Human Rights* ou *Emissions* qui ne sont présents respectivement que dans 4 et 8 rapports annuels.

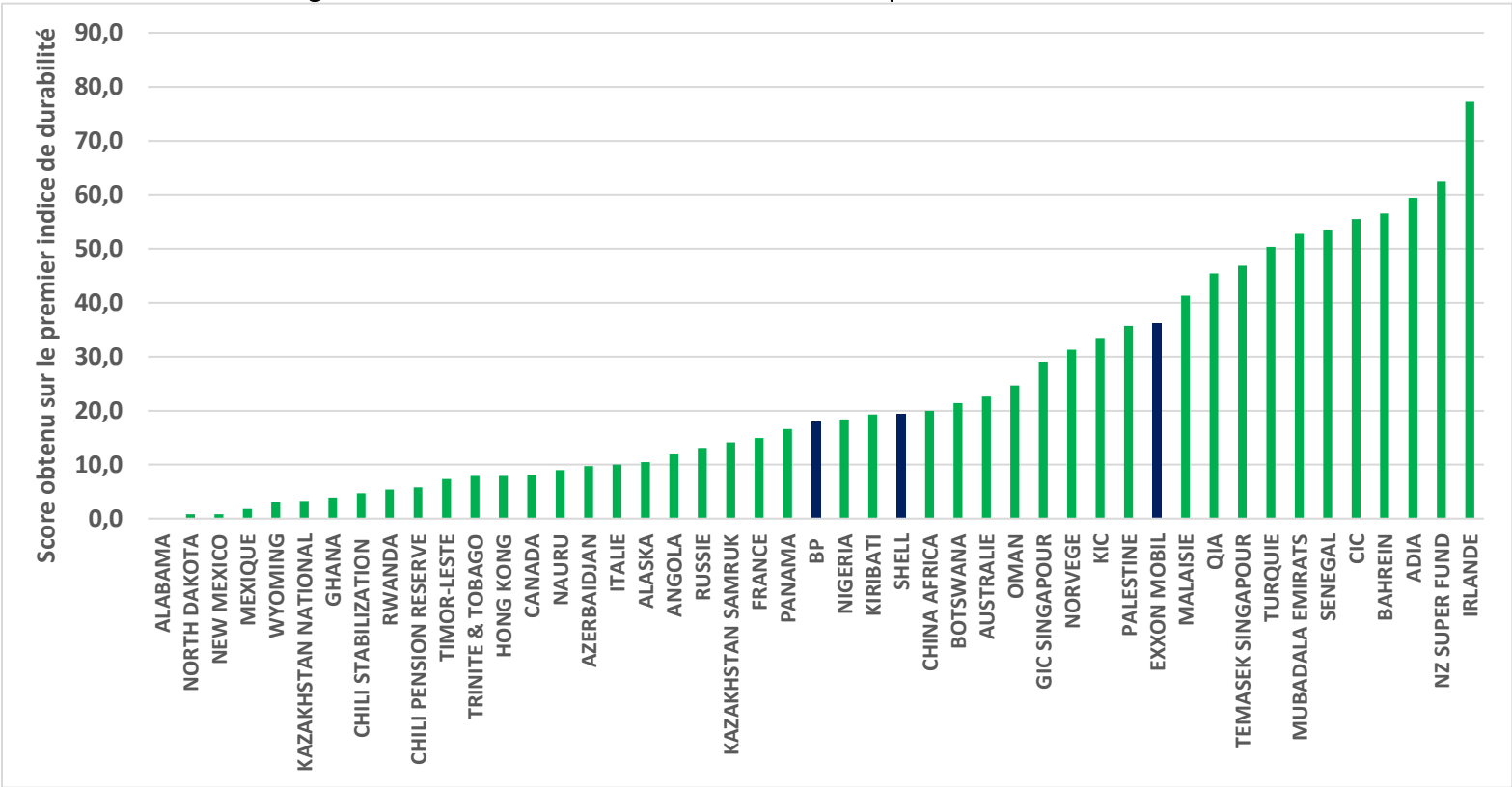
En deuxième lieu, nous proposons un second classement des fonds, à savoir selon le total cumulé des répétitions de nos mots-clés. Par souci de longueur du tableau et de clarté du rapport, nous présentons ces résultats à l'annexe n°13. Les résultats sont assez disparates, nous retrouvons des fonds avec beaucoup de fréquences et d'autres avec très peu. Ainsi, 10 fonds souverains présentent un total de fréquences supérieur à 100 mots, avec des maxima de 473 et 250 mots pour les fonds néo-zélandais et italien. A l'inverse, 18 fonds souverains totalisent des occurrences inférieures à 30. Nous retrouvons dans cette catégorie les 5 fonds souverains américains qui présentent très peu d'occurrences chacun. Entre ces 2 tableaux de résultats, nous remarquons que les fonds ayant une majorité de mots présents dans leur rapport auront tendance à être également bien classés au niveau du total des fréquences, et vice-versa. Nous

ajoutons à cette première analyse les trois rapports annuels des compagnies pétrolières sélectionnées, BP, Shell et ExxonMobil, dont les résultats de fréquences se retrouvent également à l'annexe n°13.

6.1. Première version de l'indice de durabilité

Etant donné que les rapports sont de différentes tailles, ont des polices différentes, présentent plus ou moins d'informations graphiques, etc. nous décidons d'utiliser le nombre de mots total des rapports annuels afin d'avoir une base commune comparable. Notre indice se construit donc en divisant le nombre total d'occurrences de nos mots-clés par le nombre total de mots des rapports annuels. Nous obtenons ce dernier grâce à la fonctionnalité de comptage de mots de Microsoft Word, en excluant toutefois les textes situés en en-tête, pied-de-page et zones de texte ajoutées. Enfin, nous multiplions les résultats par 10.000 pour obtenir des scores à deux chiffres et faciliter leur interprétation. L'annexe n°14 présente les résultats de manière détaillée, tandis que la figure n°11 synthétise la distribution des scores de nos fonds souverains ainsi que des compagnies pétrolières ajoutées à l'analyse.

Figure n° 11 : Scores des fonds souverains sur le premier indice de durabilité



Source : Auteur.

Le fonds souverain qui obtient la meilleure note sur notre indice est le fonds irlandais avec 77,3. Nous retrouvons juste derrière le fonds néo-zélandais qui faisait déjà partie des meilleurs fonds souverains dans les classements précédents. De l'autre côté, les fonds souverains avec les moins bons scores sont à nouveau les fonds américains, avec des scores de 0 et 0,8. Ceci n'est pas surprenant car, de manière intuitive, nous pouvions nous attendre au fait que les fonds souverains avec très peu de fréquences se retrouvent avec un faible score.

Tableau n°2 : Statistiques descriptives après la première analyse des rapports annuels

	Nombre de mots-clés dans le rapport	Nombre d'occurrences total	Nombre de mots dans le rapport annuel	Score sur le premier indice de durabilité
Minimum	0	0	1.968	0
Maximum	12	473	249.884	77,3
Moyenne	6	61	32.345	23,4
Médiane	6	43	18.638	15,8

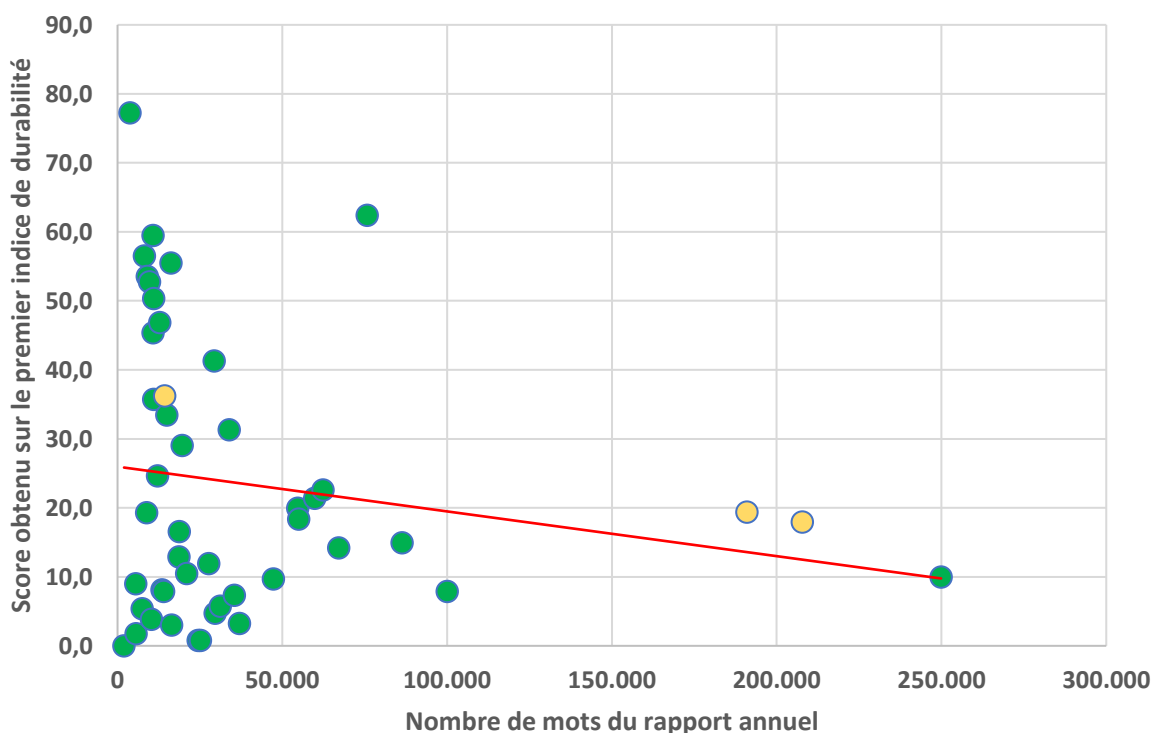
Source : Auteur.

En revanche, nous sommes surpris par les scores de certains fonds souverains, plus particulièrement ceux qui présentent un nombre d'occurrences raisonnable voire élevé, et qui se retrouvent dans le bas de l'indice. Si nous prenons le cas du fonds italien, il se classait deuxième en termes d'occurrence avec 250 mots. Au niveau de l'indice, il présente un score de 10,0 et se retrouve dans les scores les plus bas. Si nous regardons le tableau n°2 des statistiques descriptives (qui ne prend pas en compte les trois sociétés pétrolières), nous pouvons voir que la médiane du nombre de mots dans les rapports annuels est de 18.638 et est inférieure à la moyenne, ce qui signifie que la distribution quant au nombre de mots n'est pas symétrique et que les valeurs extrêmes se situent vers le haut. Nous émettons l'hypothèse qu'au plus le rapport est long en termes de mots, au plus cela a un impact négatif sur le score. Pour le formuler autrement, au plus le rapport contient de mots, au moins le nombre d'occurrences des mots-clés a un pouvoir démonstratif du caractère durable d'un fonds souverain. Ceci peut s'expliquer par le fait que certains fonds souverains fournissent un rapport annuel le plus complet possible et que celui-ci traite de nombreux sujets, dont certains n'ont aucun lien avec le sujet de la durabilité. Dès lors, sur ces parties de rapport, nous ne nous attendons pas à retrouver d'occurrences, ce qui tire vers le bas le score du fonds en question.

Comme expliqué dans la section dédiée à la méthodologie, nous faisons le choix d'ajouter trois entreprises pétrolières à notre panel afin d'avoir un point de repère externe. Sur ces trois rapports annuels additionnels, deux d'entre eux sont sous format 20-F, à savoir le modèle obligatoire reconnu par les autorités américaines en matière d'entreprises étrangères, et sont donc très longs au niveau du nombre total de mots. Le dernier, celui d'ExxonMobil, est en revanche sélectionné sous forme simplifiée, c'est-à-dire qu'il contient beaucoup moins de mots que ses pairs. Après recherche des mots-clés, nous constatons que le rapport le plus court obtient le meilleur score malgré un nombre d'occurrences moins important.

Pour valider notre hypothèse d'un potentiel biais dû à la longueur du rapport, la figure n°12 présente les scores des différents fonds souverains et le nombre de mots de leurs rapports annuels. Nous remarquons que les rapports possédant plus de 50.000 mots ont tous, sauf un, un score moyen. Ces rapports supérieurs à 50.000 mots semblent être des valeurs extrêmes, la grande majorité des scores se situant en-dessous. Les très bons scores sont d'ailleurs obtenus par des fonds souverains ayant des rapports plus courts en nombre de mots. Enfin, la ligne de tendance en rouge confirme cette impression, montrant qu'il y a une corrélation négative entre la longueur d'un rapport annuel et le score obtenu par le fonds souverain.

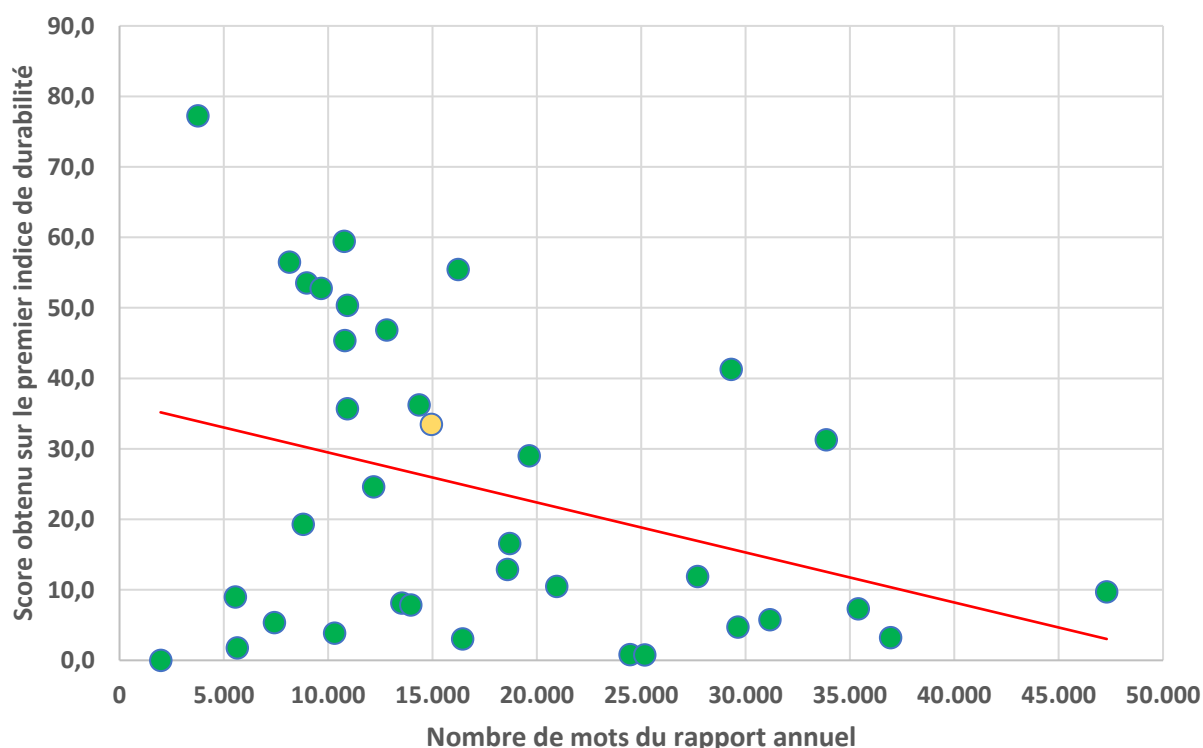
Figure n°12 : Distribution des scores et du nombre de mots des rapports annuels



Source : Auteur.

A l'inverse, nous pensons également qu'un rapport annuel trop court en nombre de mots influence de manière trop positive le score obtenu par un fonds souverain. Le meilleur score de 77,3 obtenu par le fonds irlandais illustre ceci, le rapport du fonds ne comptant que 3 754 mots au total. Si nous regardons la figure n° 13 qui est une version agrandie de la figure n°12, nous trouvons que la majorité des fonds souverains avec de bons scores se situe au niveau des fonds avec des rapports comptant relativement peu de mots. Dans le cas contraire, un mauvais score est expliqué par un total d'occurrences faible. Dès lors, nous prenons la médiane de 18.638 mots (*cfr.* Tableau n°2) comme point de repère pour notre seconde étude et écartons les fonds qui ont des rapports de longueur inférieure à celle-ci. Nous craignons qu'en les raccourcissant eux aussi, l'effet inverse se produirait, c'est-à-dire qu'un rapport trop court influencerait de manière trop positive le score obtenu par un fonds souverain. Cela semble être par exemple le cas du meilleur score, le fonds irlandais, dont le rapport annuel ne présente que 3.754 mots. Ainsi donc, nous retenons les scores obtenus par ces fonds sur le premier indice et décidons de retravailler les autres rapports annuels selon nos nouveaux critères.

Figure n°13 : Distribution du score et du nombre de mots en excluant les valeurs extrêmes



Source : Auteur.

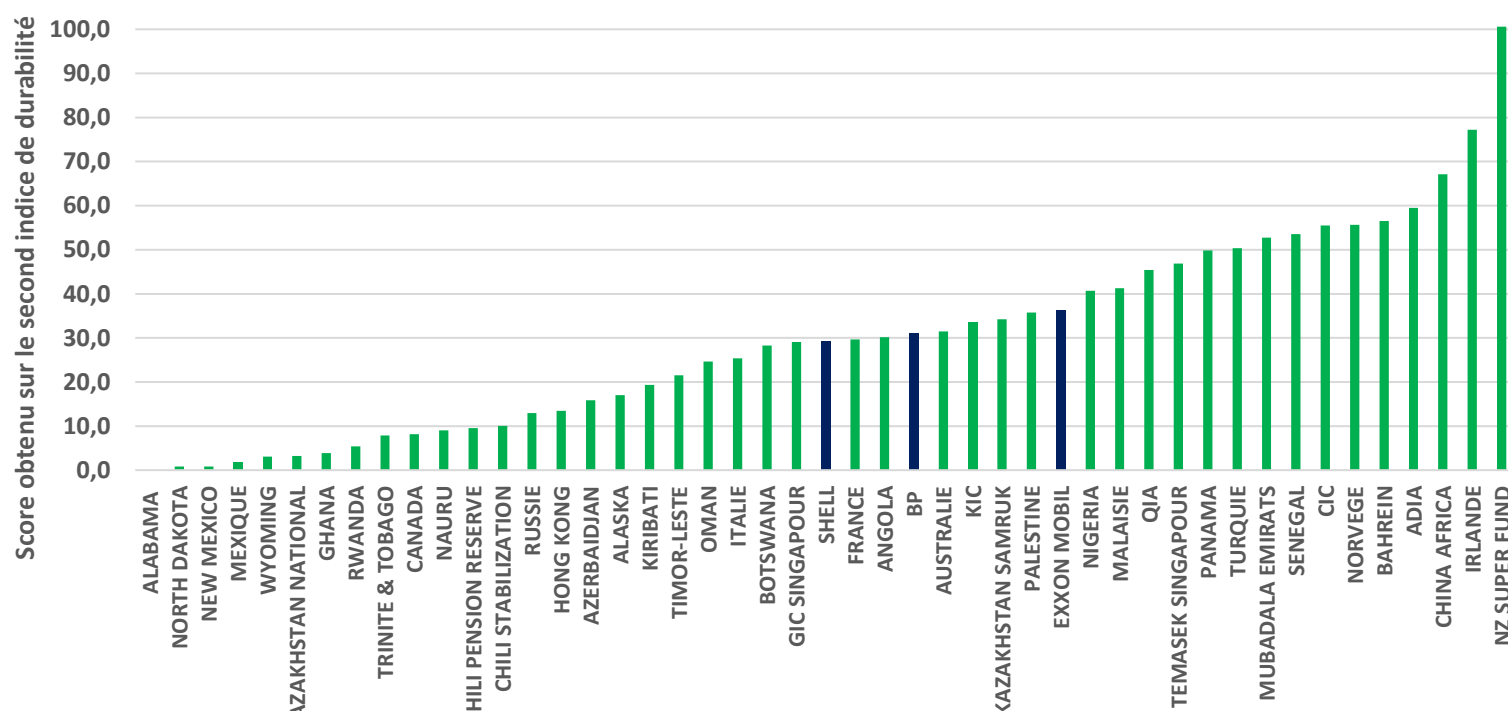
6.2. Seconde version de l'indice de durabilité

Après avoir effectué notre seconde analyse pour les fonds souverains sélectionnés, nous obtenons de nouveaux scores pour ces derniers. Comme expliqué précédemment, nous décidons de ne pas toucher aux rapports annuels contenant moins de mots que la médiane du premier échantillon de 18 638 mots. Nous gardons donc pour ces fonds le même score pour les deux versions de l'indice. C'est également le cas pour les cinq autres fonds souverains que nous avons cités dans la section précédente car leurs rapports ne pouvaient pas être réduits. Nous gardons également le même score pour ces fonds. Les résultats de la seconde recherche de mots-clés sont détaillés dans l'annexe n°15. Ainsi, 17 fonds souverains du panel initial ont été soumis à cette nouvelle recherche, ainsi que deux des trois compagnies pétrolières.

Ensuite, nous calculons les nouveaux scores de ces fonds – et entreprises – sur base des nouveaux totaux d'occurrences de mots-clés et des nouvelles longueurs des rapports annuels. Nous réunissons ces nouveaux scores avec ceux du premier indice qui n'ont pas été modifiés pour obtenir notre seconde version de l'indice de durabilité. L'annexe n°16 présente de manière exhaustive ce second indice, les nouveaux scores des fonds en question étant coloriés en jaune. La figure n°14 présente quant à elle ces scores de façon synthétique. Nous constatons que

les

Figure n°14 : Scores des fonds souverains sur le second indice de durabilité



Source : Auteur.

fonds souverains sur lesquels nous avons effectué une seconde recherche ont tous augmenté de manière significative leur score comparé au premier indice. Etant donné que nous n'avons perdu que peu d'occurrences par rapport à la première recherche, la diminution de la taille du rapport annuel est satisfaisante car nous avons bien ciblé la section qui prenait de la place au niveau du nombre de mots sans pour autant donner beaucoup d'occurrences.

Ensuite, si nous comparons la moyenne et médiane du nombre de mots et du score des deux indices, le tableau n°3 (qui ne prend pas en compte les sociétés pétrolières) montre que les moyennes et les médianes du nombre d'occurrences et nombre de mots ont bien diminué. En revanche, la moyenne et médiane des scores obtenus ont augmenté et sont à présent quasiment identiques, ce qui signifie que nous avons moins d'extrêmes tirant la moyenne vers le haut dans notre échantillon.

Tableau n°3 : Statistiques descriptives après la seconde analyse des rapports annuels

	Nombre de mots-clés dans le rapport	Nombre d'occurrences total	Nombre de mots dans le rapport annuel	Score sur le premier indice de durabilité
Minimum	0	0	1.968	0
Maximum	12	457	52.095	100,6
Moyenne	6	55	18.104	30,0
Médiane	6	36	13.921	29,0

Source: Auteur.

Le maximum du nombre de mots a également fortement diminué, passant de 249.884 à 52.095. Le score maximum est désormais de 100,6 pour le fonds souverain NZ Super Fund. Etant donné que nous avons précédemment multiplié nos scores par 10.000 afin de faciliter leur lecture, il est logique que des scores puissent dépasser 100.

Cependant, afin de faciliter l'interprétation de nos scores, nous décidons d'utiliser cette valeur maximum comme valeur de référence et nous décidons de normaliser tous les scores pour les ramener sur une base 100. De manière générale, il est plus simple de lire des scores quand ceux-ci se situent entre 0 et 100. Le tableau n°4 ci-dessous présente les scores normalisés et constitue la version définitive de notre indice de durabilité.

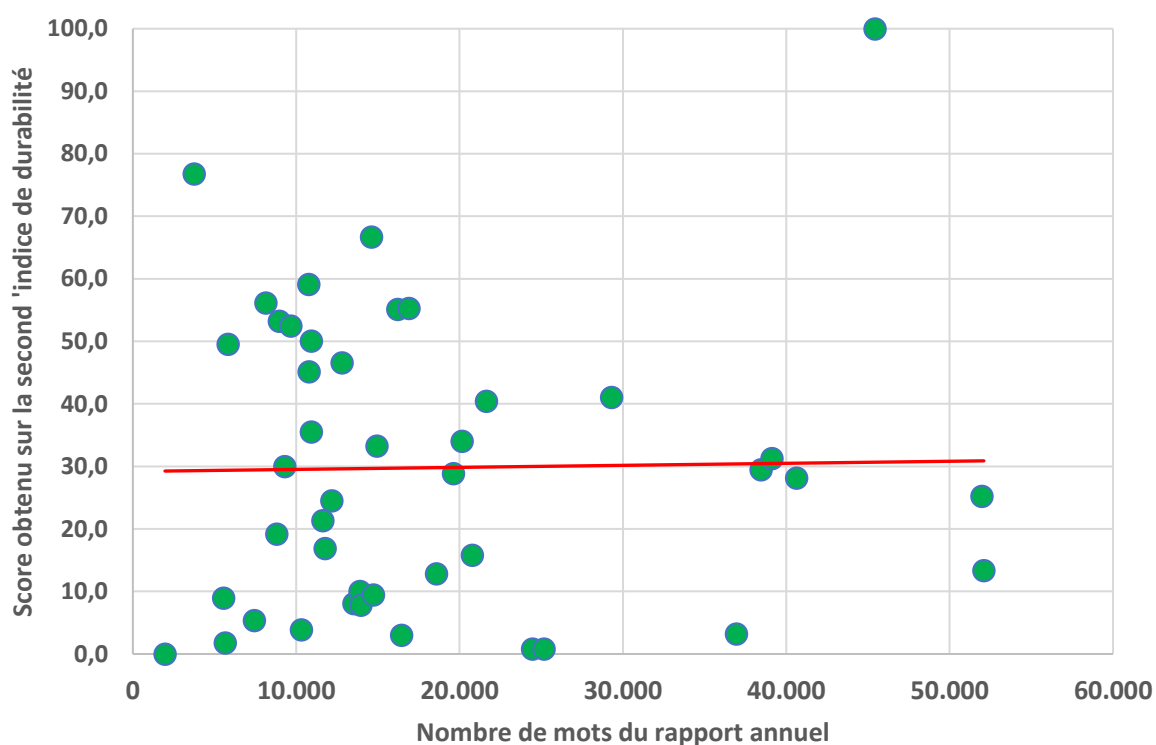
Tableau n°4 : Indice de durabilité de nos 44 fonds souverains

NOM DU FONDS SOUVERAIN	SCORE	NOM DU FONDS SOUVERAIN	SCORE
NZ SUPER FUND	100,0	GIC SINGAPOUR	28,9
IRLANDE	76,8	BOTSWANA	28,1
CHINA AFRICA	66,7	ITALIE	25,2
ADIA	59,1	OMAN	24,5
BAHREIN	56,2	TIMOR-LESTE	21,4
NORVEGE	55,3	KIRIBATI	19,2
CIC	55,2	ALASKA	16,9
SENEGAL	53,2	AZERBAIDJAN	15,8
MUBADALA EMIRATS	52,5	HONG KONG	13,4
TURQUIE	50,1	RUSSIE	12,8
PANAMA	49,5	CHILI STABILIZATION	10,0
TEMASEK SINGAPOUR	46,6	CHILI PENSION RESERVE	9,5
QIA	45,1	NAURU	9,0
MALAISIE	41,0	CANADA	8,1
NIGERIA	40,4	TRINITE & TOBAGO	7,8
EXXON MOBIL	36,0	RWANDA	5,4
PALESTINE	35,5	GHANA	3,9
KAZAKHSTAN SAMRUK	34,0	KAZAKHSTAN NATIONAL	3,2
KIC	33,3	WYOMING	3,0
AUSTRALIE	31,2	MEXIQUE	1,8
BP	30,9	NEW MEXICO	0,8
ANGOLA	30,0	NORTH DAKOTA	0,8
FRANCE	29,5	ALABAMA	0,0
SHELL	29,1		

Source: Auteur.

A présent que nous avons établi un score et un indice définitif, nous revenons sur le problème de longueur des rapports que nous avons précédemment. Nous reprenons les figures n°12 et n°13 et les mettons à jour de sorte à pouvoir vérifier si la longueur du rapport en termes de mots n'a plus autant d'incidence qu'auparavant. Nous ne prenons pas en compte les trois entreprises pétrolières car deux d'entre elles ont des rapports de plus de 100.000 mots, qui sont des valeurs extrêmes. La figure n°14 ci-dessous nous montre que le problème de longueur que nous avons précédemment semble avoir été réglé. En effet, la ligne de tendance en rouge est quasi linéaire, ce qui signifie que la corrélation entre la longueur du rapport annuel et le score obtenu est de l'ordre de 0. Cependant, le score de 100 obtenu par le fonds néo-zélandais est une valeur extrême et impacte de façon positive la tendance observée.

Figure n°14 : Distribution du score et du nombre de mots pour le second indice de durabilité



Source : Auteur.

De plus, nous proposons également une version plus visuelle de notre indice en synthétisant les informations de score sur une carte du monde. Celle-ci se retrouve à l'annexe n°17. Dans le cas où un pays possède plusieurs fonds souverains, nous avons pris la moyenne des scores de ces pays pour notre carte. C'est le cas des Etats-Unis, de Singapour, de la Chine, du Kazakhstan et des Emirats Arabes Unis. Grâce à l'échelle de couleur, nous voyons bien quels fonds ont obtenu de bons scores et d'autres de moins bons. Nous ne voyons en revanche pas sur la carte les pays trop petits tels que les îles de Kiribati, Nauru ou Trinité et Tobago.

Afin d'avoir un recul critique sur l'indice et la carte, il faut garder en tête que la moyenne des scores est de 30 et la médiane de 29, les scores s'approchant du 100 étant moins nombreux. Dès lors, étant donné que notre échelle de couleur tend vers le vert pour une valeur de 100, il semble normal qu'une majorité des pays affichent une couleur proche de l'orange car proches de la moyenne et qu'à l'inverse, peu de pays soient coloriés en vert car les très bons scores sont plus rares.

6.3. Discussion des résultats

Si nous jetons un œil critique à notre indice dans son ensemble, nous pouvons dire que, de manière générale, nos résultats reflètent le caractère durable des fonds souverains, de manière plus ou moins forte selon les résultats. Au vu de la distribution des scores, nous pensons qu'il est plus correct d'affirmer que des scores tournant autour de la moyenne, en l'occurrence 30, restent des scores tout à fait corrects. Bien que nous ayons défini notre score sur une échelle entre 0 et 100, il ne faut pas se dire qu'un score inférieur à 50 est « mauvais ». Au contraire, nous constatons que les score plus élevés sont beaucoup plus rares tels que ceux de l'Irlande et la Nouvelle-Zélande qui sont les seuls au-dessus de 70. Nous concluons donc par le fait que de très bons scores reflètent un caractère durable soutenu pour ces fonds, mais que des scores moyens ne veulent pas signifier un désintérêt pour le durable de manière générale. En revanche, nous pensons que les plus mauvais scores sont effectivement un signe qu'un fonds souverain ne se sente pas concerné par la question durable.

D'un point de vue géographique et pour étayer nos conclusions, nous constatons que le continent américain rassemble les plus mauvais scores, que ce soient les fonds souverains américains, le canadien ou le mexicain. L'Europe semble divisée, avec d'une part les bons scores de la Norvège et de l'Irlande et d'autre part les scores plus mitigés de la France et de l'Italie. Du côté des fonds asiatiques, les scores sont également divisés : la Chine présente un bon score pour ses deux fonds souverains, Singapour a un bon score pour Temasek Holdings et moyen pour le GIC, la Corée du Sud a un score moyen, Hong Kong a un mauvais score. L'Océanie présente également des scores mitigés : nous avons le meilleur score de 100 pour le NZ Super Fund, un score juste au-dessus de la moyenne pour l'Australie et de plus mauvais scores pour Kiribati et Nauru. Pour terminer, intéressons-nous au continent africain. Du côté du Moyen-Orient, les scores sont globalement bons. En effet, les deux fonds souverains des Emirats Arabes Unis, le fonds qatari et le fonds bahreïnien présentent tous des scores bien supérieurs à la moyenne. Du côté de l'Afrique, c'est un peu plus mitigé, les fonds souverains nigérian et sénégalais ont de bons scores, tandis que les fonds ghanéen et rwandais font partie des pires scores.

Il est évident que de tels résultats sont à prendre avec prudence. Si nous jetons un œil aux scores des entreprises pétrolières sélectionnées en tant que point de repère externe, nous

remarquons qu'ils obtiennent des scores dans la moyenne, avec respectivement 36,2, 31,1 et 29,3 pour Exxon Mobil, BP et Shell. Ces scores sont tout à fait questionnables car, de manière intuitive, nous aurions eu tendance à penser que de telles sociétés, dont l'activité principale est fondamentalement contraire au développement durable et à la transition, auraient dû avoir de mauvais scores sur notre indice. Ceci nous amène à soulever l'hypothèse du *greenwashing*. De manière simple, cette technique de marketing est utilisée par des entreprises ou organisations afin de donner une -fausse- image de responsabilité écologique. Dès lors, les fonds souverains et les sociétés pétrolières, conscients que leurs rapports annuels sont analysés, pourraient très bien faire en sorte que certains mots, comme ceux que nous avons ciblé, se retrouvent en suffisance dans leurs publications, de sorte à donner une impression trompeuse d'engagement durable. Cette question est fondamentalement compliquée à analyser et mériterait tout à fait un travail ultérieur.

6.4. Matrice de corrélation et interprétations

Pour terminer cette étude et afin de donner du crédit à nos résultats, nous souhaitons pouvoir expliquer notre indice grâce à des variables caractéristiques des fonds souverains. Comme expliqué dans la section précédente, nous choisissons cinq critères qui pourraient expliquer les scores de façon significative. Nous rassemblons les informations de sorte à créer une base de données exploitable. L'annexe n°18 décrit cette base de façon exhaustive, tandis que l'annexe n°19 reprend la matrice de corrélation créée ainsi que les p-valeurs de nos différents tests d'analyse bivariée. Au niveau des tests d'analyse bivariée, nous trouvons des p-valeurs significatives dans plusieurs cas.

- La première variable testée pour laquelle nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance est celle de l'origine de la richesse du fonds souverain. Pour rappel, cette variable est une *dummy* prenant la valeur de 1 quand le fonds base sa richesse sur les matières premières (bien souvent le pétrole) et 0 quand ce n'est pas le cas. Notre p-valeur pour le test est de 0,002206 et est donc inférieure à 0,05. Vu que nous travaillons sur un intervalle de confiance à 95%, nous rejetons l'hypothèse nulle, ce qui signifie que la variable d'origine de la richesse a un pouvoir explicatif significatif de notre indice créé. La corrélation entre ses deux variables est de -0,45 et est négative, ce qui signifie que nous avons une liaison entre les deux

variables. Lorsqu'un fonds base sa richesse sur les matières premières, son score sera impacté de manière négative.

- La seconde variable pour laquelle nous obtenons une p-valeur significative est celle de la taille (en Mrd USD) du fonds souverain. En effet, la p-valeur est de 0.0342, nous pouvons donc rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance des variables testées. Il y a donc un lien entre notre score et la taille en termes d'actifs gérés d'un fonds souverain. Notre coefficient de corrélation renseigné par la matrice est de 0,32, ce qui signifie qu'il y a une liaison entre les deux variables, cependant faible vu que plus proche de 0 que de 1. Dès lors, nous pouvons interpréter en disant que, plus un fonds est important en termes d'actifs gérés, plus son score sera grand.
- Les tests sur les variables concernant la région géographique du fonds souverain ne donnent pas de p-valeurs significatives, hormis celle de l'Amérique du Nord qui est de 0,006832. Cela signifie qu'il ne semble pas y avoir de lien entre la localisation d'un fonds souverain et le score obtenu. En revanche, pour la variable Amérique du Nord, nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance du score. Le coefficient de la corrélation est de -0.40, ce qui signifie qu'il y a un lien négatif entre les deux variables. En d'autres termes, un fonds souverain situé en Amérique du Nord aura tendance à avoir un score plus faible. Ceci est consistant avec ce que nous avons montré précédemment.
- Les tests sur les variables de l'âge du fonds et le fait de savoir si celui-ci est le seul fonds dans son pays ne donnent pas de p-valeurs significatives. Dès lors, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance et nous concluons que ces deux variables ne semblent pas avoir d'impact sur notre score.
- Pour terminer, nous avons également effectué les mêmes tests d'indépendance sur les autres variables entre elles. L'annexe n°19 montre quelques p-valeurs significatives. Ainsi, nous trouvons par exemple une corrélation positive entre l'origine de la richesse d'un fonds souverain et son âge, ce qui signifie qu'il y a plus de chances qu'un fonds souverain soit basé sur les matières premières lorsque son âge augmente.

7. Limites de l'étude et recherches futures

Une des difficultés majeures de cette étude a été la constitution de la base de données. En effet, nous cherchions à rassembler le plus de fonds souverains possibles sur base du seul critère de la disponibilité publique de son rapport annuel. Dès lors, nous nous sommes retrouvés limités en termes d'informations disponibles, car, comme discuté précédemment, certains fonds souverains sont très opaques quant à la divulgation de leurs activités et états financiers. Quelques fonds souverains parmi les fonds les plus importants tels le KIA, le PIF ou l'Investment Corporation of Dubai ne font pas partie de notre base de données. Dès lors, il aurait été souhaitable d'avoir plus de rapports annuels à disposition, de sorte à créer un indice plus robuste passant en revue de manière la plus exhaustive possible le groupe des fonds souverains.

Nous aurions également pu, avec plus de temps, nous pencher sur l'explication de notre indice grâce à l'implantation d'un modèle économétrique. Ceci nous aurait permis d'encore mieux cibler quelles variables indépendantes permettaient d'expliquer notre indice, mais également de pouvoir estimer leurs coefficients respectifs. Cela pourrait tout à fait être l'objet d'une recherche future afin de développer au mieux notre indice et de lui donner du crédit.

Enfin, comme nous l'avons déjà mentionné dans notre discussion des résultats, il ne faut pas négliger l'hypothèse du greenwashing. Bien qu'aucune preuve ne nous permette d'appuyer l'argument, il n'est pas impossible que les fonds souverains utilisent cette technique pour se donner une image de responsabilité écologique. En effet, au vu des résultats obtenus par les trois sociétés pétrolières sur notre indice, nous pensons qu'il n'est pas impossible que certaines sociétés, organisations et donc fonds souverains, aient recours au greenwashing. Cette question pourrait donc faire l'objet de plus amples recherches.

8. Conclusion

Les fonds souverains sont devenus depuis le début des années 2000 une puissance financière non-négligeable. A l'époque de la crise financière de 2008, ils ont soulevé de nombreuses questions et craintes, notamment parce que leurs impressionnantes prises de participation dans les banques occidentales ont permis de les sauver. L'opinion publique craignait alors que la dépendance envers les fonds souverains devienne trop importante et que certains fonds agissent uniquement selon des motivations politiques. De plus, leur manque de transparence global n'a pas contribué à leur image. Cependant, nous avons vu que la situation a évolué depuis 2008 et que ces craintes se sont dissipées. De plus, des organismes comme l'IFSWF travaillent en collaboration avec les fonds souverains pour améliorer leur transparence.

A l'heure actuelle, le monde doit faire face à un besoin de changement des points de vue écologique et climatique, et nous devons trouver les clés pour mettre en place cette transition. Au niveau de la finance durable, des acteurs comme les fonds souverains représentent une grande opportunité pour financer cette transition. Certains fonds souverains sont d'ailleurs déjà fort impliqués dans cette direction et ont financé des projets à caractère durable de grande envergure. D'autres initiatives comme le *One Planet Sovereign Wealth Funds Framework* témoignent également de la volonté des fonds souverains de s'investir dans ce mouvement vers la transition écologique. De manière résumée, c'est ce dont nous avons discuté tout au long de ce travail.

Dans un premier temps, nous avons parcouru la littérature de manière globalement exhaustive pour installer le cadre général autour des fonds souverains. Dans un second temps, nous avons discuté de l'opportunité en termes d'investissements durables pour les fonds souverains, ainsi que les éléments concrets qui prouvent que ces fonds sont déjà investis dans le financement de cette transition. En troisième lieu, nous avons présenté notre base de données, de sa construction à sa finalisation. Enfin, nous avons exposé notre méthode de travail qui a tourné autour de l'analyse textuelle des rapports annuels des fonds, ainsi que présenté les résultats de notre indice créé.

Les résultats de notre étude nous montrent que le score créé peut être relié à l'origine de la richesse d'un fonds ou à sa taille en termes d'actifs gérés. Cependant, nous n'avons trouvé aucune corrélation avec la région géographique du fonds (hormis l'Amérique du Nord) ni avec

son ancienneté ou le fait que ce soit le seul fonds souverain dans son pays. De manière générale, nos résultats reflètent un caractère durable présent au sein de notre panel de fonds, plus ou moins souligné en fonction du score obtenu.

Pour terminer, la contribution principale de ce travail à la littérature existante réside dans la mise en place d'un indice de durabilité qui souhaite refléter le caractère durable de ce groupe hétérogène que sont les fonds souverains. De manière plus globale, nous avons apporté un autre point de vue à la question de la durabilité pour les fonds souverains.

Bibliographie

Articles de revues scientifiques

Al-Hassan, A., Papaioannou, M. M. G., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013). "Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management" (No. 13-231). International Monetary Fund.

Amar, J., Lecourt, C., & Kinon, V. (2018). "Is the emergence of new sovereign wealth funds a fashion phenomenon?". *Review of World Economics*, 154(4), 835-873.

Avendaño, R., & Santiso, J. (2009). "Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds". *A Comparison with Mutual Funds (December 18, 2009)*.

Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013). "Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard". *Policy Brief*, 13, 1-29.

Bennani, H. (2020). Central bank communication in the media and investor sentiment. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 176, 431-444.

Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W., & Miracky, W. F. (2010). "Quiet leviathans: Sovereign wealth fund investment, passivity, and the value of the firm". *Unpublished working paper. University of Oklahoma and Sovereign Investment Lab*, 1-49.

Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. (2015). "The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments". *The Review of Financial Studies*, 28(11), 2993-3035.

Bortolotti, B., Fotak, V., & Loss, G. (2017). "Taming Leviathan: Mitigating Political Interference in Sovereign Wealth Funds' Public Equity Investments". *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, (2017-64).

Cadelon, B., Hasse, J. B., & Lajaunie, Q. (2018). "SRI: Truths and lies" (No. 2018034). *Université catholique de Louvain, Center for Operations Research and Econometrics (CORE)*.

Capapé, J., Schena, P., Rose, P., & Lopez, D. (2019). "Sovereign wealth funds 2019 managing continuity embracing change". *pdf*.

Carpantier, J. F., & Vermeulen, W. N. (2018). "Emergence of sovereign wealth funds". *Journal of Commodity Markets*, 11, 1-21.

Das, U., Lu, Y., Mulder, C. and Sy, A. (2009) "Setting up a sovereign wealth fund: some policy and operational considerations". IMF Working Paper WP/09/179.

Fernandes, N. (2014). "The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance". *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76-84.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies". *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

Gerard, B. (2018). "ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review". *Available at SSRN 3309650*.

Grigoryan, A. (2016). "The ruling bargain: sovereign wealth funds in elite-dominated societies". *Economics of Governance*, 17(2), 165-184.

International Monetary Fund. (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. pdf.

Karametaxas, X. (2017). "Sovereign wealth funds as socially responsible investors". *International economic law* (pp. 271-288). Springer, Cham.

Kotter, J., & Lel, U. (2008). *Friends Or Foes? : The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets* (No. 940). Board of Governors of the Federal Reserve System.

Lehmann, N., & Sarabi, A. (2018). "Revisiting the Monitoring Role of Sovereign Wealth Funds: Evidence from a Quasi-Experimental Setting". *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2018, No. 1, p. 15828). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.

Liang, H., & Renneboog, L. (2020). "The global sustainability footprint of sovereign wealth funds". *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 380-426.

Lo Turco, C. C. (2014). *Sovereign wealth funds: an opportunity for sustainable development if properly managed? Sovereign wealth funds and sustainability, in a time of volatility, risk and uncertainty* (Doctoral dissertation, LUISS Guido Carli).

Loughran, T., McDonald, B., & Yun, H. (2009). A wolf in sheep's clothing: The use of ethics-related terms in 10-K reports. *Journal of Business Ethics*, 89(1), 39-49.

Loughran, T., & McDonald, B. (2011). "When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks". *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65.

Loughran, T., & McDonald, B. (2015). The use of word lists in textual analysis. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 1-11.

Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187-1230.

Meggison, W. L. (2013). "Privatization trends and major deals in 2012 and 1H2013". Available at SSRN 2311798.

Meggison, W. L., & Fotak, V. (2015). "RISE OF THE FIDUCIARY STATE: A SURVEY OF SOVEREIGN WEALTH FUND RESEARCH". *Journal of Economic Surveys*, 29(4), 733-778.

Meggison, W. L., & Gao, X. (2020). "The state of research on sovereign wealth funds". *Global Finance Journal*, 44, 100466.

Mullen, K., & Rose, P. (2018). "Public Funds Investment Policies: 2017 Survey". Available at SSRN 3130132.

Raymond, H. (2010a). "Les fonds souverains". *CEPII, L'Économie mondiale*, 76-92.

Raymond, H. (2010b). "Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises". *International Economics*, 123, 121-159.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). "The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds". *Journal of corporate finance*, 14(3), 302-322.

Rozanov, A. (2005). "Who holds the wealth of nations". *Central Banking Journal*, 15(4), 52-57.

Sharma, R. (2017). "Sovereign Wealth Funds investment in sustainable development sectors". *New York: United Nations High-Level Conference on Financing for Development and the Means of Implementation of the 2030 Agenda for Sustainable Development*.

Sovereign Investment Lab. (2015). *Towards a New Normal: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2014*. pdf.

Stone, S. E., & Truman, E. M. (2016). *Uneven progress on sovereign wealth fund transparency and accountability* (No. PB16-18).

Truman, E. M. (2007a). "A scoreboard for sovereign wealth funds". *Conference on China's Exchange Rate Policy* (Vol. 19, pp. 1-20).

Truman, E. M. (2007b). "Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability" (No. PB07-6). *Washington, DC: Peterson Institute for International Economics*.

Truman, E. M. (2008). "Sovereign wealth funds: new challenges from a changing landscape". *Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives*. Available at: <http://www.iie.com/publications/papers/truman0508.pdf>.

Truman, E. (2010). *Sovereign wealth funds: Threat or salvation?*. Peterson Institute.

Sites internet

Agence Parisienne du Climat. (2018). Qu'est-ce que la COP 21 ?. Consulté le 28 juillet 2020, à l'adresse <https://www.apc-paris.com/cop-21>

Agence Ecofin. (2020). Création du Fonds Souverain de Djibouti, « instrument clé d'épargne intergénérationnelle et de politique de modernisation ». Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://www.agenceecofin.com/politique/2506-77862-creation-du-fonds-souverain-de-djibouti-instrument-cle-d-epargne-intergenerationnelle-et-de-politique-de-modernisation>

Agencia EFE. (2018). President liquidates Brazil's sovereign wealth fund. Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://www.efe.com/efe/english/business/president-liquidates-brazil-s-sovereign-wealth-fund/50000265-3624402>

Banque de France (2008). Bilan des perspectives des fonds souverains. Focus. Numéro 1. Consulté le 08 juillet 2020 à l'adresse https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-01_2008-11-28_fr.pdf

Banque Mondiale. (2019). Trois choses à savoir sur la troisième édition du One Planet Summit. Consulté le 30 juillet 2020, à l'adresse <https://www.banquemondiale.org/fr/news/feature/2019/03/13/the-third-edition-of-the-one-planet-summit-three-things-you-need-to-know>

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2018a). *Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017*. Consulté le 20 juillet 2020 à l'adresse https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_ANNUAL_REVIEW_2018.pdf

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2018b). The origin of Santiago Principles. Experiences from the past; guidance for the future. Consulté le 17 juillet 2020 à l'adresse https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_Santiago_Principles_book.pdf

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2019a). 2018 Annual Review | IFSWF Annual Review. Consulté le 26 juillet 2020, à l'adresse <https://ifswfreview.org/2018/review-home>

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2019b). About Our Data. Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://ifswfreview.org/2018/about-our-data>

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2020a). Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019 | IFSWF Annual Review. Consulté le 26 juillet 2020, à l'adresse <https://ifswfreview.org/>

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2020b). Our Members. Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://www.ifswf.org/our-members>

International Monetary Fund (2008). Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda. Consulté le 09 juillet 2020 à l'adresse <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

Investopedia. (2020a). Corporate Social Responsibility (CSR). Consulté le 31 juillet 2020, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/c/corp-social-responsibility.asp#>

Investopedia. (2020b). Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria. Consulté le 31 juillet 2020, à l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp#>

Kuwait Investment Authority. (2020). Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://kia.gov.kw/about-kia/#governance>

Le Matin d'Algérie. (2017). Le Fonds de régulation des recettes épuisé depuis février. Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://www.lematindz.net/news/25295-les-fonds-de-regulation-des-recettes-epuise-depuis-fevrier.html>

Les SDGs. (2016). Consulté le 26 juillet 2020, à l'adresse <https://www.sdgs.be/fr/sdgs#:~:text=En%20septembre%202015%2C%20les%20Sustainable,Agenda%202030%20de%20D%C3%A9veloppement%20durable>

One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group. (2018). *The One Planet Sovereign Wealth Fund Framework*. Consulté le 30 juillet 2020 à l'adresse https://ifswf.org/sites/default/files/One_Planet_Sovereign_Wealth_Fund_Framework.pdf

One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group. (2019). *Asset Managers endorse the One Planet SWF Framework*. pdf.

One planet Summit. Les événements. (2019). Consulté le 30 juillet 2020, à l'adresse <https://www.oneplanetsummit.fr/les-evenements-16>

Soir, P. L. (2019). La fin de la civilisation humaine en 2050 ? Les 10 prochaines années sont cruciales. Consulté le 15 août 2020 à l'adresse <https://www.lesoir.be/229713/article/2019-06-10/la-fin-de-la-civilisation-humaine-en-2050-les-10-prochaines-annees-sont>

Sovereign Investment Lab. (2016). *The Sky Did Not Fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015*. Consulté le 26 juillet 2020 à l'adresse <https://www.ifswf.org/sites/default/files/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf>

Sovereign Investment Lab. (2017). *HUNTING UNICORNS Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016*. Consulté le 26 juillet 2020 à l'adresse https://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf

Sovereign Wealth Fund Institute (2020). Top 90 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets. Consulté le 7 août 2020, à l'adresse <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

United Nations. (s.d.). United Nations Conference on Sustainable Development, Rio+20. Sustainable Development Knowledge Platform. Consulté le 29 juillet 2020, à l'adresse <https://sustainabledevelopment.un.org/rio20>

United Nations Environment Programme. (2018). *Financing the SDGs: the Role of Sovereign Wealth Funds for Green Investment*. Consulté le 27 juillet 2020 à l'adresse <https://sites.tufts.edu/sovereignet/files/2018/02/Policy-brief-Capape%CC%81-SWF-Green-Investments-2018-1.pdf>

United Nations Principles for Responsible Investment. (2006). *Plan d'action pour l'investissement responsable*. Consulté le 30 juillet 2020 à l'adresse <https://www.unpri.org/download?ac=5632>

University of Notre Dame. (2020). *Software Repository for Accounting and Finance*. Consulté le 11 août 2020 à l'adresse <https://sraf.nd.edu/textual-analysis/resources/>

Rapport annuels des fonds

Abu Dhabi Investment Authority. (2019). 2018 Review : Prudent Global Growth. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Agaciro Development Fund Corporate Trust Limited. (s.d.) Annual Report and Financial Statements for the Year Ended 30 June 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Alaska Permanent Fund Corporation. (2019). A Global Perspective: Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Alberta Heritage Savings Trust Fund. (2019). 2018-19 Annual Report. Disponible sur <https://open.alberta.ca/dataset/3675e470-646e-4f8a-86a7-c36c6f45471a/resource/8ff03852-3df5-478c-9a48-5cb5e90bdec5/download/2018-19-heritage-fund-annual-report.pdf>

Bank of Botswana. (2019). Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.bankofbotswana.bw/sites/default/files/publications/BoB-2018-Annual-Report.pdf>

BP. (2019). Growing the business and advancing the energy transition. BP Annual Report and Form 20-F 2018. Disponible sur <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2018.pdf>

BPI France. (2019). Rapport Financier Annuel BpiFrance Financement 2018. *pdf*.

Cassa Depositi e Prestiti Group. (2019). Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

China Development Bank. (2019). 2018 Annual Report. Disponible sur http://www.cdb.com.cn/English/gykh_512/ndbg_jx/2018_jx/

China Investment Corporation. (2019). 2018 Annual Report. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

ExxonMobil. (2019). 2018 Summary Annual Report. Disponible sur <https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/investor-relations/annual-meeting-materials/annual-report-summaries/2018-Summary-Annual-Report.pdf>

Fondo de Ahorro de Panama. (2018). Financial Statements. Disponible sur <https://static1.squarespace.com/static/53924649e4b010f4651fd393/t/5cc1c0ebe5e5f0f36f16fb29/1556201728227/IA+FINAL+2018.pdf>

Fondo Mexicano del Petroleo para la Estabilizacion y el Desarrollo. (2019). Informe Anual 2018. Disponible sur <https://www.fmped.org.mx/informes/%7BFDA22C6A-35DE-9B1A-EE33-31B933CE889C%7D.pdf>

Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques. (2019). Rapport Annuel 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Fundo Soberano de Angola. (2019). Relatorio e Contas 2018. Disponible sur <https://fundosoberano.ao/en/transparency>

Future Fund. (2019). Investing for the Benefit of Future Generations of Australians: Annual Report 2017-2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

GIC Private Limited. (2019). 2018/19 Report on the Management of the Government's Portfolio. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Hong Kong Monetary Authority. (2019). 2018 Annual Report. Disponible sur <https://www.hkma.gov.hk/eng/data-publications-and-research/publications/annual-report/>

Intergenerational Trust Fund Nauru. (2018). Annual Report 2018. Disponible sur <http://www.naurugov.nr/government/departments/departments-of-finance/intergenerational-trust-fund-for-the-people-of-the-republic-of-nauru.aspx>

Ireland Strategic Investment Fund. (2019). 2018 Update. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Khazanah Nasional. (2017). Building True Value: The Khazanah Report 2016. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Korea Investment Corporation. (2019). 2018 Annual Report: Toward a Brighter Future. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Ministry of Finance - Gobierno de Chile. (2019). 2018 Annual Report Sovereign Wealth Funds. Disponible sur <https://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/annual-report/annual-report-sovereign-wealth-funds-241126.html>

Ministry of Finance - Government of the Republic of Trinidad and Tobago. (2019). 2018 Annual Report Heritage and Stabilisation Fund: Preserving our Heritage. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Ministry of Finance & Economic Development - Government of Kiribati. (2016). Annual Report 2015. Disponible sur <http://www.mfed.gov.ki/publications/annual-report>

Ministry of Finance - Republic of Ghana. (2018). 2018 Annual Report on the Petroleum Funds. Disponible sur <https://www.mofep.gov.gh/sites/default/files/reports/petroleum/2018-Petroleum-Annual-Report.pdf>

Mubadala Investment Company. (2019). Annual Review 2018. Disponible sur https://www.mubadala.com/annual-review-2018/assets/pdf/MUB_Annual_Report_2018_English.pdf

Mumtalakat Investing for Bahrain. (2016). Investing for Growth, Investing for Bahrain : Annual Report 2015. Disponible sur <https://mumtalakat.bh/wp-content/uploads/2018/01/24.pdf>

National Bank of the Republic of Kazakhstan. (2019). Report of the National Bank of the Republic of Kazakhstan for 2018. Disponible sur <https://islamicmarkets.com/publications/national-bank-of-kazakhstan-annual-report-2018>

New Zealand Superannuation Fund. (2018). Staying the course through times of change: Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Nigeria Sovereign Investment Authority. (2019). Enabling Sustainable Growth: Making an Impact on Nigeria's Future. Annual Report & Accounts 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Norges Bank Investment Management. (2019). Government Pension Fund Global: Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>

North Dakota Retirement and Investment Office. (2019). Financial Statements June 30, 2019 and 2018. *pdf*.

Palestine Investment Fund. (2019). Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Permanent Wyoming Mineral Trust Fund. (s.d.) Wyoming State Treasurer Annual Report for the Period July 1, 2017 through June 30, 2018. Disponible sur <https://statetreasurer.wyo.gov/assets/oldpdf/investmentreportoct2015.pdf>

Qatar Investment Authority. (2017). Building the Future with Global Vision: QIA Review 2016. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Russian Direct Investment Fund. (2019). Investing in the Future: Annual Review 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Samruk-Kazyna. (2019). 10 Years Together: Annual Report 2018 (Parties 1 et 2). Disponible sur <https://www.sk.kz/about-fund/otchety-i-plany/?temp=full&iblock=51&id=210>

Shell. (2019). Annual Report and Form 20-F for the year ended December 31, 2018.

Disponible sur https://reports.shell.com/annual-report/2018/servicepages/downloads/files/shell_annual_report_2018.pdf

State General Reserve Fund of Ministry of Finance. (2019). Building a Sustainable Future for Oman: Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

State of New Mexico investment Council. (2018). Report of Independent Auditors and Financial Statements with Supplementary Information. Disponible sur <https://s3.amazonaws.com/realFilea140fa9f-d38f-4a09-90a5-ed469b7733df/34296b25-dd3f-4477-8abe-2c7249b4bf4f?response-content-disposition=filename%3D%2200+New+Mexico+State+Investment+Council+Final+Financial+Statements+FY+18.pdf%22&response-content-type=application%2Fpdf&AWSAccessKeyId=AKIAIMZX6TNBAOLKC6MQ&Signature=IV7h3OsDCxMzymEaUtsh8gr%2FuXs%3D&Expires=1596897108>

State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan. (2019). 100 Years of Azerbaijan democratic republic 1918-2018: Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Temasek Holdings. (2019). Temasek Overview 2018: Shaping Tomorrow. Disponible sur https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/our-financials/investor-library/annual-review/en-tr-thumbnail-and-pdf/Temasek_Overview_2018_EN.pdf

The Alabama Trust Fund. (2019). 2018 Annual Report. Disponible sur <https://treasury.alabama.gov/download/atf-annual-report-2018/>

Timor-Leste Petroleum Fund. (2019). Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Turkey Wealth Fund. (2019). Annual Report 2018. Disponible sur <https://www.ifswf.org/our-members>

Annexes

Annexe n°1 : Liste des 20 fonds souverains les plus importants en fonction de leur taille

Pays	Nom du fonds souverain	Montant des actifs gérés estimé en 2019 (Mrd USD)	Origine du fonds
Norvège	Government Pension Fund Global	1 186,7	Pétrole
Chine	China Investment Corporation	940,6	Non-marchand
Emirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Corporation	579,6	Pétrole
Koweït	Kuwait Investment Authority	533,7	Pétrole
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority-Exchange Fund	528,1	Non-marchand
Singapour	GIC Private Limited	453,2	Non-marchand
Singapour	Temasek Holdings	375,4	Non-marchand
Arabie Saoudite	Public Investment Fund	360,0	Pétrole
Qatar	Qatar Investment Authority	295,2	Pétrole
Emirats Arabes Unis	Investment Corporation of Dubai	239,4	Pétrole
Emirats Arabes Unis	Mubadala Investment Company	232,2	Pétrole
Turquie	Turkey Wealth Fund	222,3	Pétrole
Russie	National Wealth Fund	165,4	Pétrole
Corée du Sud	Korea Investment Corporation	157,3	Non-marchand
Australie	Future Fund	99,8	Non-marchand
Iran	National Development Fund	91,0	Pétrole & Gaz
Kazakhstan	Samruk-Kazyna	68,2	Non-marchand
Etats-Unis	Alaska Permanent Fund Corporation	67,3	Pétrole
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	61,1	Pétrole
Brunei	Brunei Investment Agency	60,0	Pétrole

Source: SWFI. (2020).

Annexe n°2 : Liste des 24 principes de Santiago

PPGA 1. Principe. Le cadre juridique du fonds souverain doit être solide et favoriser son fonctionnement efficace et la réalisation de son ou ses objectifs déclaré(s).

PPGA 1.1. Sous-principe. Le cadre juridique des fonds souverains doit garantir la solidité juridique des fonds souverains et de leurs opérations.

PPGA 1.2. Sous-principe. Les principales caractéristiques de la base juridique et de la structure du fonds souverain, ainsi que les relations juridiques entre le fonds souverain et d'autres organismes publics, doivent être rendues publiques.

PPGA 2. Principe. L'objectif politique du fonds souverain doit être clairement défini et rendu public.

PPGA 3. Principe. Lorsque les activités d'un fonds souverain ont des implications macroéconomiques directes importantes au niveau national, elles doivent être étroitement coordonnées avec les autorités fiscales et monétaires nationales, de manière à garantir la cohérence avec les politiques macroéconomiques générales.

PPGA 4. Principe. Des politiques, règles, procédures ou dispositions claires et rendues publiques doivent être établies en ce qui concerne l'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépense du Fonds souverain.

PPGA 4.1. Sous-principe. La source de financement du fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 4.2. Sous-principe. L'approche générale en matière de retraits des fonds souverains et de dépenses pour le compte du gouvernement doit être rendue publique.

PPGA 5. Principe. Les données statistiques pertinentes relatives aux fonds souverains doivent être communiquées en temps utile à leur propriétaire ou, le cas échéant, être incluses dans des séries de données macroéconomiques.

PPGA 6. Principe. Le cadre de gouvernance du fonds souverain doit être solide et établir une répartition claire et efficace des rôles et des responsabilités afin de faciliter la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle dans la gestion du fonds souverain pour la poursuite de ses objectifs.

PPGA 7. Principe. Le propriétaire devrait fixer les objectifs du fonds souverain, nommer les membres de son (ses) organe(s) de direction conformément à des procédures clairement définies et exercer un contrôle sur les opérations du fonds souverain.

PPGA 8. Principe. L'organe ou les organes de direction doivent agir au mieux des intérêts du fonds souverain et disposer d'un mandat clair ainsi que de l'autorité et des compétences adéquates pour s'acquitter de leurs fonctions.

PPGA 9. Principe. La gestion opérationnelle du fonds souverain doit mettre en œuvre les stratégies du Fonds souverain de manière indépendante et conformément à des responsabilités clairement définies.

PPGA 10. Principe. Le cadre de responsabilité pour les opérations du fonds souverain doit être clairement défini dans la législation, la charte, les autres documents constitutifs ou l'accord de gestion pertinents.

PPGA 11. Principe. Un rapport annuel et les états financiers qui l'accompagnent sur les opérations et les résultats du Fonds souverain doivent être établis en temps utile et conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues, de manière cohérente.

PPGA 12. Principe. Les opérations et les états financiers du fonds souverain doivent faire l'objet d'un audit annuel conforme aux normes d'audit internationales ou nationales reconnues, et ce de manière cohérente.

PPGA 13. Principe. Les normes professionnelles et éthiques doivent être clairement définies et portées à la connaissance des membres de l'organe ou des organes de direction, de la direction et du personnel du fonds souverain.

PPGA 14. Principe. Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du fonds souverain doivent être fondées sur des motifs économiques et financiers et obéir à des règles et procédures claires.

PPGA 15. Principe. Les opérations et les activités des Fonds souverain dans les pays d'accueil doivent être menées dans le respect de toutes les exigences réglementaires et de publicité applicables dans les pays où ils opèrent.

PPGA 16. Principe. Le cadre et les objectifs de gouvernance, ainsi que la manière dont la gestion du fonds souverain est indépendante, sur le plan opérationnel, de son propriétaire, doivent être rendus publics.

PPGA 17. Principe. Les informations financières pertinentes concernant le fonds souverain doivent être rendues publiques pour démontrer son orientation économique et financière, de manière à contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et à renforcer la confiance dans les pays bénéficiaires.

PPGA 18. Principe. La politique d'investissement du fonds souverain doit être claire et cohérente avec les objectifs, la tolérance au risque et la stratégie d'investissement qu'il a définis, tels qu'ils ont été fixés par le propriétaire ou l'organe ou les organes de direction, et reposer sur des principes de gestion saine du portefeuille.

PPGA 18.1. Sous-principe. La politique d'investissement doit guider l'exposition au risque financier du Fonds souverain et l'utilisation éventuelle de l'effet de levier.

PPGA 18.2. Sous-principe. La politique d'investissement doit préciser dans quelle mesure il est fait appel à des gestionnaires d'investissement internes et/ou externes, l'étendue de leurs activités et de leurs pouvoirs, ainsi que le processus de sélection et de suivi de leurs performances.

PPGA 18.3. Sous-principe. Une description de la politique d'investissement du fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 19. Principe. Les décisions d'investissement du fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, d'une manière compatible avec sa politique d'investissement et fondée sur des motifs économiques et financiers.

PPGA 19.1. Sous-principe. Si les décisions d'investissement sont soumises à des considérations autres qu'économiques et financières, celles-ci doivent être clairement énoncées dans la politique d'investissement et être rendues publiques.

PPGA 19.2. Sous-principe. La gestion des actifs d'un fonds souverain doit être conforme à ce qui est généralement admis comme étant des principes de saine gestion des actifs.

PPGA 20. Principe. Le fonds souverain ne doit pas rechercher ou exploiter des informations privilégiées ou une influence inappropriée de l'administration publique au sens large pour concurrencer des entités privées.

PPGA 21. Principe. Les fonds souverains considèrent les droits de propriété des actionnaires comme un élément fondamental de la valeur de leurs investissements en actions. Si un Fonds souverain choisit d'exercer ses droits de propriété, il doit le faire d'une manière qui soit compatible avec sa politique d'investissement et qui protège la valeur financière de ses investissements. Le fonds souverain doit rendre publique son approche générale à l'égard des titres avec droit de vote d'entités cotées, y compris les principaux facteurs guidant l'exercice de ses droits de propriété.

PPGA 22. Principe. Le fonds souverain devrait disposer d'un cadre lui permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques liés à ses opérations.

PPGA 22.1. Sous-principe. Le cadre de gestion des risques doit comprendre des informations fiables et des systèmes de notification en temps utile, qui doivent permettre un suivi et une gestion adéquats des risques pertinents dans le cadre de paramètres et de niveaux acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, un plan de continuité des activités et une fonction d'audit indépendante.

PPGA 22.2. Sous-principe. L'approche générale du cadre de gestion des risques du Fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 23. Principe. Les actifs et les résultats des investissements (en valeur absolue et par rapport à des indices de référence, le cas échéant) du fonds souverain doivent être mesurés et communiqués au propriétaire selon des principes ou des normes clairement définis.

PPGA 24. Principe. Le fonds souverain ou son représentant doit engager un processus d'examen régulier de la mise en œuvre des PPGA.

Source: International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2018b).

Annexe n°3 : Scoreboard de Truman 2007

		Structure	Governance	Transparency & Accountability	Behavior	Total
New Zealand	Superannuation Fund	8.00	4.00	12.00	0.00	24.00
Norway	Government Pension Fund – Global	7.50	4.00	10.50	1.00	23.00
Timor-Leste	Petroleum Fund	8.00	2.00	11.75	0.00	21.75
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	7.50	3.00	9.00	0.00	19.50
United States	Alaska Permanent Fund	7.50	2.00	8.50	0.00	18.00
Australia	Future Fund	8.00	2.00	7.00	0.00	17.00
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	5.00	2.00	9.50	0.00	16.50
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	7.00	2.00	6.50	0.00	15.50
Botswana	Pula Fund	5.50	2.00	7.00	0.00	14.50
Kazakhstan	National Oil Fund	6.00	2.00	6.50	0.00	14.50
Singapore	Temasek Holdings	4.00	1.50	8.00	0.00	13.50
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	8.00	2.00	2.25	0.00	12.25
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	6.50	2.00	3.75	0.00	12.25
Kuwait	Kuwait Investment Authority	6.00	3.00	3.00	0.00	12.00
Malaysia	Khazanah Nasional	4.00	1.50	4.00	0.00	9.50
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation	4.00	2.00	3.50	0.00	9.50
Korea	Korea Investment Corporation	6.00	2.00	1.00	0.00	9.00
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	5.00	2.00	0.50	0.00	7.50
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	5.00	0.00	2.00	0.00	7.00
China	Central Huijin Investment Company	5.50	0.00	0.50	0.00	6.00
Venezuela	National Development Fund	1.50	0.50	4.00	0.00	6.00
Iran	Oil Stabilization Fund	4.00	1.00	0.50	0.00	5.50
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	3.00	0.50	2.00	0.00	5.50
Oman	State General Reserve Fund	3.00	0.00	2.00	0.00	5.00
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	4.00	0.00	1.00	0.00	5.00
Algeria	Revenue Regulation Fund	3.00	1.00	0.50	0.00	4.50
United Arab Emirates	Istithmar	3.00	0.50	0.25	0.00	3.75
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	3.00	0.50	0.00	0.00	3.50
Brunei	Brunei Investment Agency	1.00	0.50	1.00	0.00	2.50
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1.50	0.00	0.75	0.00	2.25
Qatar	Qatar Investment Authority	2.00	0.00	0.00	0.00	2.00
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority and Corporation	0.50	0.00	0.00	0.00	0.50
Total Possible Points		8.00	4.00	12.00	1.00	25.00
Average Number of Points		4.80	1.42	4.02	0.03	10.27
United States	California Public Employees' Retirement System	8.00	3.00	10.25	0.50	21.75

Source: Truman, E. M. (2007a).

Annexe n°4 : Scoreboard de Truman 2013

Country	Fund	2012 score	Change in percentage points		
			2009–12		
Funds first scored in 2009 (continued)					
Netherlands	Stichting Pensioenfondsen ABP	85	0		
Thailand	Government Pension Fund	80	2		
United States	New Mexico Severance Tax Permanent Fund	79	0		
Hong Kong	Exchange Fund	70	0		
China	National Social Security Fund	70	0		
United States	Alabama Trust Fund	67	0		
United Arab Emirates	Dubai International Capital	55	0		
United Arab Emirates	International Petroleum Investment Company	46	20		
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	39	9		
Vietnam	State Capital Investment Corporation	38	3		
United Arab Emirates	Investment Corporation of Dubai	21	0		
Average		72	3		
Russia	National Welfare Fund and Reserve Fund	53	3	12	15
São Tomé & Príncipe	National Oil Account	48	0	–1	–1
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	44	0	16	16
Iran	National Development Fund	41	12	7	19
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	35	0	5	5
Algeria	Revenue Regulation Fund	29	0	11	11
Venezuela	National Development Fund	29	2	3	5
Oman	State General Reserve Fund	27	4	3	7
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	27	0	5	5
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	21	0	11	11
Sudan/South Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	18	0	–2	–2
Qatar	Qatar Investment Authority	17	2	7	9
United Arab Emirates	Istithmar World	17	0	2	2
Average		59	4	14	17
Memo: United States	California Public Employees' Retirement System	95	0	8	8
Funds first scored in 2009					
Canada	Canada Pension Plan	93	1		
France	Fonds de réserve pour les retraites	93	4		
Canada	Caisse de dépôt et placement du Québec	91	2		
Ireland	National Pensions Reserve Fund (PR)	90	4		
United States	Wyoming Permanent Mineral Trust Fund	89	0		
Japan	Government Pension Investment Fund	86	2		
Chile	Pension Reserve Fund (PR)	85	17		
Canada	Ontario Teachers' Pension Plan	85	2		

Source: Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013).

Annexe n°5 : Scoreboard de Truman 2016

Country	Fund name	Score
Nonpension SWFs		
Norway	Government Pension Fund—Global	98
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	94
United States	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	93
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	92
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	91
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	91
Chile	Pension Reserve Fund	88
Timor-Leste	Petroleum Fund of Timor-Leste	88
United States	Alaska Permanent Fund Corporation	88
Australia	Future Fund	87
United States	New Mexico State Investment Council	84
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	82
United States	Alabama Trust Fund	82
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	81
Korea	Korea Investment Corporation	78
Palestine	Palestine Investment Fund*	77
Nigeria	Nigeria Sovereign Investment Authority	76
Singapore	Temasek Holdings	76
United States	Texas Permanent School Fund*	73
China	China Investment Corporation	70
United States	(Texas) Permanent University Fund*	70
France	Caisse des Dépôts et Consignations*	68
Hong Kong	Exchange Fund	68
Kuwait	Kuwait Investment Authority	68
Mexico	Budgetary Income Stabilization Fund	68
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	68
Angola	Fundo Soberano de Angola	67
Italy	Fondo Strategico Italiano*	67
France	BPI France Investissement*	65
United States	North Dakota Legacy Fund*	64
Malaysia	Khazanah Nasional Berhad	61
Singapore	GIC Private Ltd.	61
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	60
Botswana	Pula Fund	59
United Arab Emirates	Dubai Holding	59
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority	58
Rwanda	Agaciro Development Fund*	57
United Arab Emirates	Investment Corporation of Dubai	55
United Arab Emirates	International Petroleum Investment Company	55
Bahrain	Bahrain Mumtalakat Holding Company	52
Oman	State General Reserve Fund	52
Russia	National Welfare and Reserve Fund	49
Iran	National Development Fund of Iran	48
Kazakhstan	National Investment Corporation*	48
Mexico	Fondo Mexicano del Petroléo para la Estabilización y el Desarrollo*	48

Country	Fund name	Score
Nonpension SWFs		
Peru	Fiscal Stabilization Fund*	48
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC*	47
Morocco	Moroccan Fund for Tourism Development*	47
Ghana	Ghana Petroleum Funds	45
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	42
Qatar	Qatar Investment Authority	40
Vietnam	State Capital Investment Corporation	39
Russia	Russian Direct Investment Fund*	36
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	35
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Council*	33
Brunei	Brunei Investment Agency	30
Algeria	Revenue Regulation Fund	26
Libya	Libyan Investment Authority	23
United Arab Emirates	Istithmar World	23
Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	11
Subtotal (60 SWFs)		62
Government pension funds		
United States	California Public Employees' Retirement System	95
Canada	Canada Pension Plan Investment Board	94
France	Fonds de réserve pour les retraites	94
Netherlands	Stichting Pensioenfondsen ABP	92
Canada	Caisse de dépôt et placement du Québec	91
Canada	Ontario Teachers' Pension Plan	86
Thailand	Government Pension Fund	86
Japan	Government Pension Investment Fund	83
China	National Council for Social Security Fund	59
Subtotal (9 GPFs)		87
All funds (69)		64

Source: Stone, S. E., & Truman, E. M. (2016).

Annexe n°6 : Les objectifs de développement durable



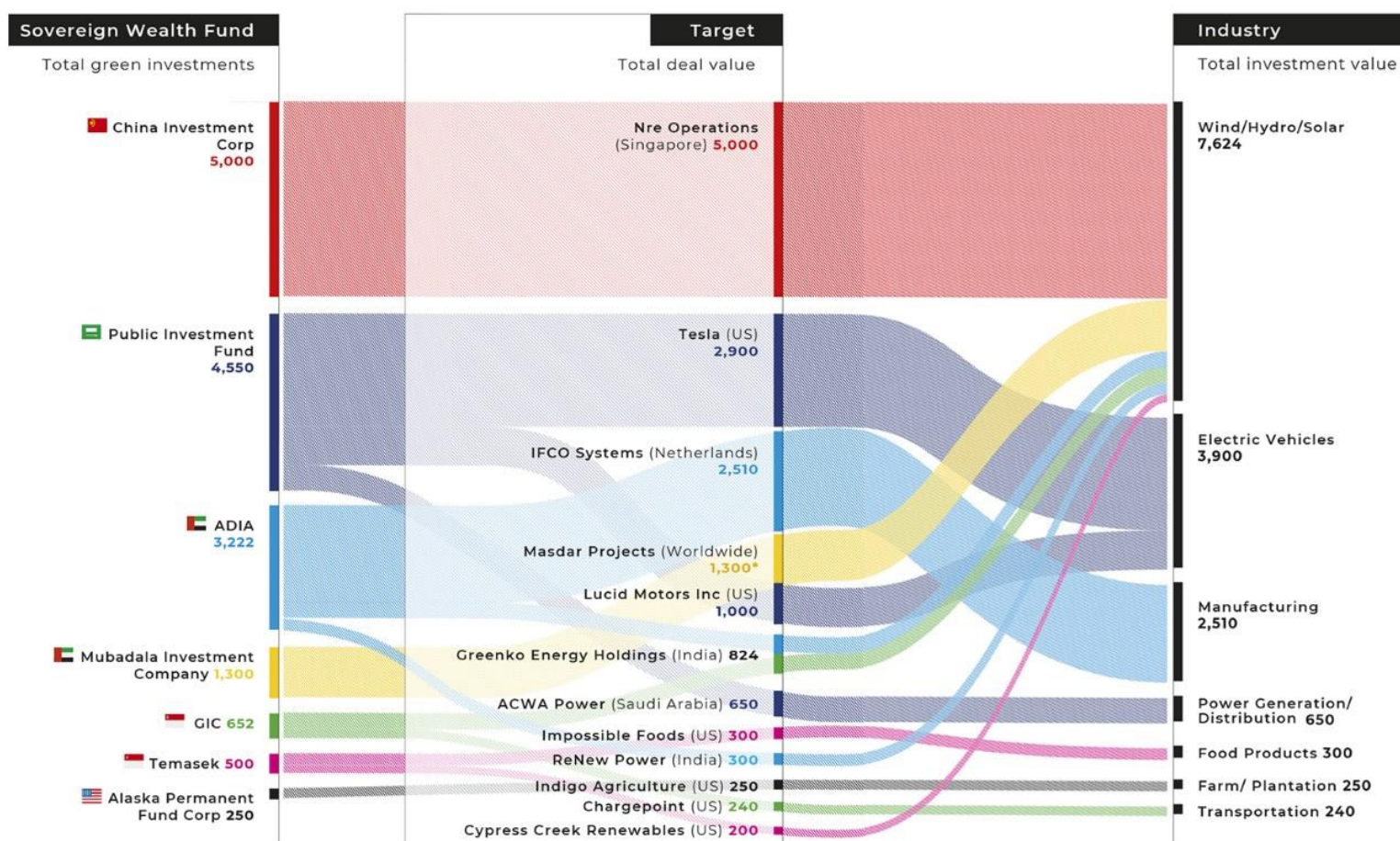
Source : Les SDGs. (2016).

Annexe n°7 : Les six principes pour l'investissement responsable

1. Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissement.
2. Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnaires.
3. Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
4. Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.
5. Nous travaillerons ensemble pour accroître notre efficacité dans l'application des Principes.
6. Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.

Source : UNPRI. Plan d'action pour l'investissement responsable. (2006).

Annexe n°8 : Les investissements durables des fonds souverains en 2018-2019
(Mio USD)



Source : Capapé et al. (2019).

Annexe n°9 : Version préliminaire de la base de données, classement par ordre alphabétique des pays

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA
PUBLIC INVESTMENT FUND	ARABIE SAOUDITE
FUTURE FUND	AUSTRALIE
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN
MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN
FUND FOR PRODUCTIVE INDUSTRIAL REVOLUTION	BOLIVIE
PULA FUND	BOTSWANA
BRUNEI INVESTMENT AGENCY	BRUNEI
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI
PENSION RESERVE FUND	CHILI
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE
SAFE INVESTMENT COMPANY	CHINE
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE
COLOMBIA SAVINGS AND STABILIZATION FUND	COLOMBIE
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS
INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI	EMIRATS ARABES UNIS
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS
EMIRATES INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS
COMPANIA ESPANOLA	ESPAGNE
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS
BPI FRANCE	FRANCE
FONDS GABONAIS D'INVESTISSEMENTS STRATEGIQUES	GABON
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA
FUND FOR FUTURE GENERATIONS	GUINEE EQUATORIALE
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG
HONG KONG FUTURE FUND	HONG KONG
NATIONAL INVESTMENT AND INFRASTRUCTURE FUND (NIIF)	INDE

PEMERINTAH INVESTASI INDONESIA (PIP)	INDONESIE
NATIONAL DEVELOPMENT FUND OF IRAN	IRAN
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE
CDP EQUITY	ITALIE
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI
KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY	KOWEIT
LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY	LIBYE
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE
ITHMAR CAPITAL	MAROC
BUDGETARY INCOME STABILIZATION FUND	MEXIQUE
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE
INTERGEN TRUST FUND NAURU	NAURU
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN
OMAN INVESTMENT FUND	OMAN
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA
PAPUA NEW GUINEA SWF	PAPOUASIE NOUVELLE GUINEE
FONDO DE ESTABILIZACION FISCAL	PEROU
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR
NATIONAL WELFARE FUND	RUSSIE
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA
FONSIS SENEGAL	SENEGAL
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR LESTE
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE ET TOBAGO
TURKMENISTAN STABILIZATION FUND	TURKMENISTAN
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE
STATE CAPITAL INVESTMENT CORP	VIETNAM

Source : SWFI. (2020).

Annexe n°10 : Base de données définitive, par ordre alphabétique des pays

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	TOTAL ACTIFS (Mrd USD)	DATE DU RAPPORT
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	2,3	2018
FUTURE FUND	AUSTRALIE	99,8	2018
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	42,4	2018
MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	18,7	2015
PULA FUND	BOTSWANA	4,9	2018
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	16,3	2018
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	14,3	2018
PENSION RESERVE FUND	CHILI	10,2	2018
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	940,6	2018
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	5,0	2018
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	157,3	2018
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	579,6	2018
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	232,2	2018
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	67,3	2018
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	23,2	2018
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	7,9	2018
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	6,6	2018 & 2019
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	3,1	2018
BPI FRANCE	FRANCE	4,7	2018
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	1,0	2018
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	528,1	2018

IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	16,9	2018
CDP EQUITY	ITALIE	6,8	2018
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	68,2	2018
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	61,1	2018
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	0,6	2015
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	20,2	2016
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	1,0	2018
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	0,1	2018
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	1,7	2018
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	1.186,7	2018
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	31,4	2018
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	22,1	2018
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	0,9	2018
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	1,4	2018
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	295,2	2016
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	13,0	2018
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	0,2	2018
FONSIS SENEGAL	SENEGAL	1,0	2018
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	453,2	2018
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	375,4	2018
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	15,8	2018
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	6,3	2018
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	222,3	2018

Source : SWFI (2020) & Auteur.

Annexe n°11 : Scores de transparence des fonds sans rapport annuel disponible

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	SCORE TRANSPARENCE
KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY	KOWEIT	68
BUDGETARY INCOME STABILIZATION FUND	MEXIQUE	68
INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI	EMIRATS ARABES UNIS	55
NATIONAL WELFARE FUND	RUSSIE	49
NATIONAL DEVELOPMENT FUND OF IRAN	IRAN	48
FONDO DE ESTABILIZACION FISCAL	PEROU	48
ITHMAR CAPITAL	MAROC	47
STATE CAPITAL INVESTMENT CORP	VIETNAM	39
BRUNEI INVESTMENT AGENCY	BRUNEI	30
LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY	LIBYE	23
FUND FOR FUTURE GENERATIONS	GUINEE EQUATORIALE	11
PUBLIC INVESTMENT FUND	ARABIE SAOUDITE	0

Source : Stone & Truman. (2016).

Annexe n°12 : Tableau du nombre de mots présents dans les rapports annuels

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	NOMBRE DE MOTS PRESENTS
CDP EQUITY	ITALIE	12
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	12
BPI FRANCE	FRANCE	11
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	11
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	10
FUTURE FUND	AUSTRALIE	9
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	9
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	9
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	9
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	8
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	8
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	8
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	8
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	8
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	8
FONSIS SENEGAL	SENEGAL	8
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	8
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	7
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	7
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	7
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	7
PULA FUND	BOTSWANA	6
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	6
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	6

TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	6
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	5
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	5
PENSION RESERVE FUND	CHILI	5
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	5
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	5
BAHRAIN MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	4
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	4
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	3
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	3
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	3
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	3
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	2
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	2
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	2
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	2
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	2
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	2
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	1
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	0

Source : Auteur.

Annexe n°13 : Tableau de répartition pour le premier indice des fréquences d'apparition des mots-clés dans les rapports annuels

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	CARBON	CLIMATE	ENVIRONMENTAL	ESG	ETHIC	GOVERNANCE	GREEN	HUMAN RIGHTS	RESPONSIBLE	RENEWABLE	SOCIAL	SUSTAINABLE	TOTAL MOTS
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	47	96	32	55	18	87	6	25	68	3	12	24	473
BP	ROYAUME UNI	82	40	17	0	41	71	10	11	4	37	18	42	373
SHELL	PAYS BAS	83	65	16	0	34	60	8	10	17	17	27	33	370
CDP EQUITY	ITALIE	2	14	41	1	10	60	16	1	2	14	24	65	250
FUTURE FUND	AUSTRALIE	0	4	13	31	5	67	0	0	2	1	8	10	141
BPI FRANCE	FRANCE	4	5	21	8	12	28	0	3	12	3	9	24	129
PULA FUND	BOTSWANA	0	0	3	0	7	54	1	0	0	0	13	50	128
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	0	0	8	0	4	22	0	0	21	3	10	53	121
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	3	0	6	0	3	23	22	0	13	1	17	21	109
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	2	17	12	0	6	17	3	4	17	1	3	24	106
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	1	4	6	0	5	49	2	0	1	0	11	22	101
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	0	0	21	0	0	35	1	0	2	0	15	21	95
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	0	2	4	11	4	21	0	0	23	0	14	11	90
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	0	0	3	3	4	23	28	0	6	0	4	8	79
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	3	21	4	7	0	2	0	0	0	17	4	6	64
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	0	0	6	0	1	13	3	0	0	0	1	36	60
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	0	1	5	1	5	19	1	0	2	0	1	22	57
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	1	0	1	0	4	27	0	0	2	1	3	16	55
EXXON MOBIL	ETATS UNIS	7	5	13	1	2	8	2	0	3	1	2	8	52
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	4	0	6	0	1	3	0	0	6	14	1	16	51
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	0	0	4	2	17	11	0	0	7	1	5	3	50
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	0	1	4	0	1	15	1	0	5	0	3	19	49
FONSI SENEGAL	SENEGAL	0	4	5	2	0	16	2	0	0	8	10	1	48
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	5	0	3	0	12	12	0	0	0	3	2	9	46
BAHRAIN MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	0	0	0	0	0	28	0	0	4	0	3	11	46

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	CARBON	CLIMATE	ENVIRONMENTAL	ESG	ETHIC	GOVERNANCE	GREEN	HUMAN RIGHTS	RESPONSIBLE	RENEWABLE	SOCIAL	SUSTAINABLE	TOTAL MOTS
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	0	0	0	0	0	10	1	0	2	3	13	10	39
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	0	0	0	0	1	8	0	0	5	0	11	8	33
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	0	0	0	0	9	20	0	0	0	0	0	2	31
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	0	0	0	0	1	15	0	0	0	3	1	10	30
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	3	3	4	3	0	3	1	0	2	4	3	3	29
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	0	0	0	0	3	13	0	0	0	0	0	10	26
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	2	0	4	0	2	2	4	0	0	0	9	1	24
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	0	0	2	0	0	2	4	0	1	6	0	7	22
PENSION RESERVE FUND	CHILI	0	0	1	2	0	4	0	0	0	0	4	7	18
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	0	4	0	0	0	2	1	0	0	1	0	9	17
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	0	0	1	2	0	4	0	0	0	0	4	3	14
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	10	12
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	0	0	0	0	2	7	0	0	0	1	0	1	11
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	0	0	0	0	2	7	0	0	0	0	0	2	11
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	3	5
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	2	5
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	1	4
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	2
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	2
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Source : Auteur.

Annexe n°14: Résultats du premier indice de durabilité des fonds souverains

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	TOTAL MOTS	NB MOTS RAPPORT	SCORE
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	29	3.754	77,3
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	473	75.774	62,4
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	64	10.761	59,5
BAHRAIN MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	46	8.140	56,5
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	90	16.219	55,5
FONSIS SENEGAL	SENEGAL	48	8.964	53,5
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	51	9.664	52,8
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	55	10.920	50,4
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	60	12.801	46,9
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	49	10.792	45,4
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	121	29.302	41,3
EXXON MOBIL	ETATS UNIS	52	14.348	36,2
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	39	10.915	35,7
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	50	14.943	33,5
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	106	33.861	31,3
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	57	19.621	29,1
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	30	12.167	24,7
FUTURE FUND	AUSTRALIE	141	62.378	22,6
PULA FUND	BOTSWANA	128	59.841	21,4
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	109	54.616	20,0
SHELL	PAYS BAS	370	190.941	19,4
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	17	8.804	19,3
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	101	54.942	18,4
BP	ROYAUME UNI	373	207.751	18,0

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	TOTAL MOTS	NB MOTS RAPPORT	SCORE
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	31	18.695	16,6
BPI FRANCE	FRANCE	129	86.284	15,0
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	95	67.061	14,2
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	24	18.581	12,9
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	33	27.702	11,9
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	22	20.954	10,5
CDP EQUITY	ITALIE	250	249.884	10,0
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	46	47.301	9,7
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	5	5.542	9,0
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	11	13.518	8,1
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	79	99.995	7,9
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	11	13.948	7,9
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	26	35.390	7,3
PENSION RESERVE FUND	CHILI	18	31.164	5,8
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	4	7.423	5,4
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	14	29.622	4,7
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	4	10.307	3,9
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	12	36.951	3,2
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	5	16.441	3,0
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	1	5.640	1,8
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	2	24.458	0,8
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	2	25.171	0,8
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	0	1.968	0,0

Source : Auteur.

Annexe n°15 : Tableau de répartition pour le second indice des fréquences d'apparition des mots-clés dans les rapports

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	CARBON	CLIMATE	ENVIRONMENTAL	ESG	ETHIC	GOVERNANCE	GREEN	HUMAN RIGHTS	RESPONSIBLE	RENEWABLE	SOCIAL	SUSTAINABLE	TOTAL MOTS
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	46	96	32	55	12	87	6	23	62	3	11	24	457
BP	ROYAUME UNI	82	39	11	0	36	63	10	11	4	35	17	40	348
SHELL	PAYS BAS	83	60	13	0	27	53	8	10	17	17	27	32	347
CDP EQUITY	ITALIE	0	10	15	1	4	15	8	0	2	10	24	43	132
FUTURE FUND	AUSTRALIE	0	4	13	31	3	51	0	0	2	1	8	10	123
PULA FUND	BOTSWANA	0	0	3	0	2	48	1	0	0	0	13	48	115
BPI FRANCE	FRANCE	4	5	21	8	12	22	0	3	12	3	9	15	114
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	3	0	4	0	0	17	22	0	13	1	17	21	98
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	2	17	11	0	4	9	3	4	17	1	2	24	94
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	0	4	6	0	2	42	2	0	1	0	11	20	88
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	0	0	3	3	2	17	28	0	6	0	4	7	70
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	0	0	2	0	0	35	1	0	2	0	11	18	69
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	3	0	3	0	9	8	0	0	0	3	2	5	33
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	0	0	0	0	9	18	0	0	0	0	0	2	29
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	0	0	0	0	1	7	0	0	5	0	8	7	28
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	0	0	0	0	3	13	0	0	0	0	0	9	25
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	0	0	2	0	0	2	2	0	1	6	0	7	20
PENSION RESERVE FUND	CHILI	0	0	1	2	0	4	0	0	0	0	4	3	14
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	0	0	1	2	0	4	0	0	0	0	4	3	14

Source : Auteur.

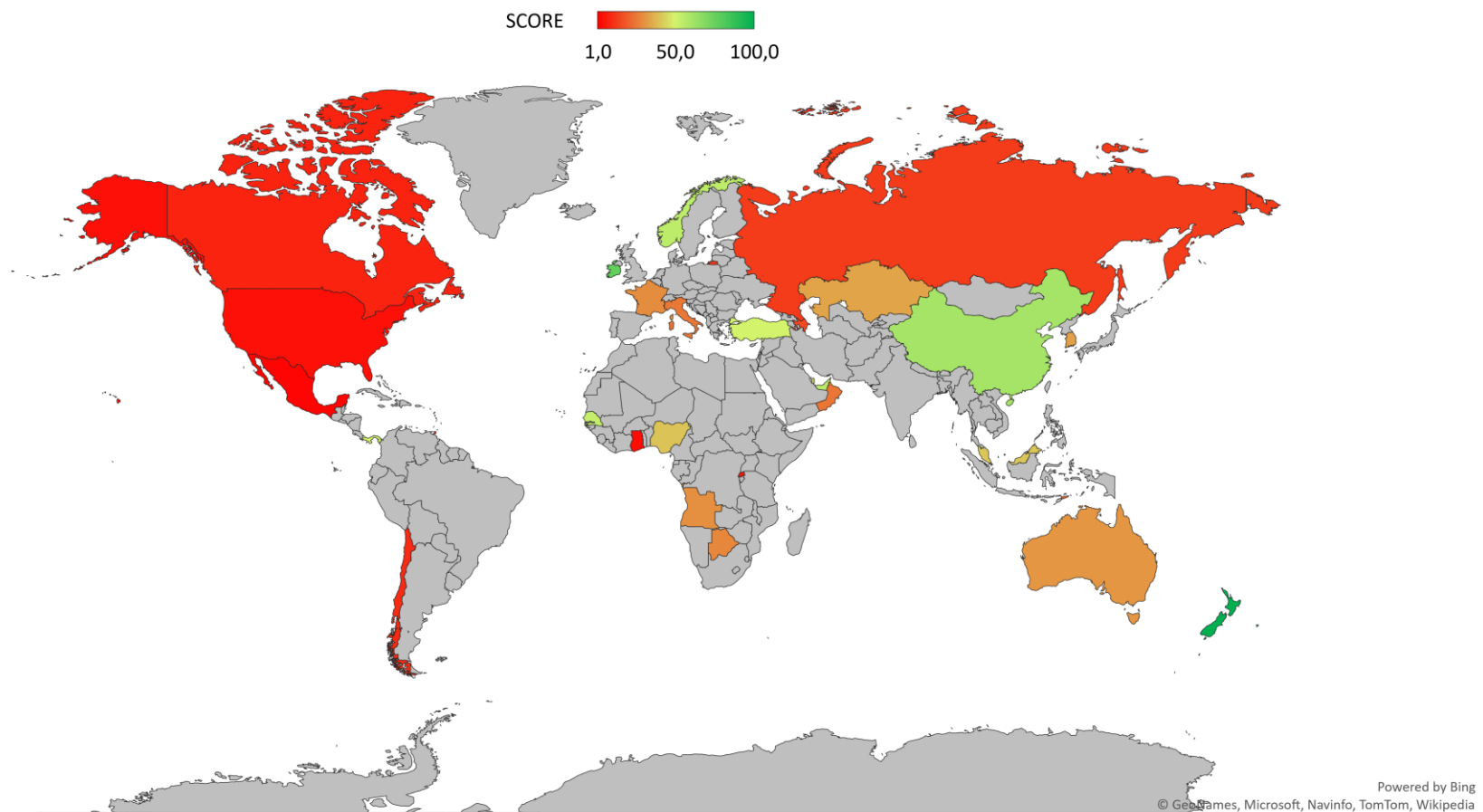
Annexe n°16 : Résultats du second indice de durabilité des fonds souverains

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	TOTAL MOTS	NB MOTS RAPPORT	SCORE
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	457	45.421	100,6
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	29	3.754	77,3
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	98	14.599	67,1
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	64	10.761	59,5
BAHRAIN MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	46	8.140	56,5
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	94	16.899	55,6
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	90	16.219	55,5
FONSIS SENEGAL	SENEGAL	48	8.964	53,5
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	51	9.664	52,8
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	55	10.920	50,4
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	29	5.817	49,9
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	60	12.801	46,9
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	49	10.792	45,4
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	121	29.302	41,3
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	88	21.640	40,7
EXXON MOBIL	ETATS UNIS	52	14.348	36,2
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	39	10.915	35,7
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	69	20.158	34,2
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	50	14.943	33,5
FUTURE FUND	AUSTRALIE	123	39.120	31,4
BP	ROYAUME UNI	348	111.839	31,1
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	28	9.284	30,2
BPI FRANCE	FRANCE	114	38.454	29,6
SHELL	PAYS BAS	347	118.583	29,3

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	TOTAL MOTS	NB MOTS RAPPORT	SCORE
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	57	19.621	29,1
PULA FUND	BOTSWANA	115	40.627	28,3
CDP EQUITY	ITALIE	132	51.974	25,4
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	30	12.167	24,7
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	25	11.632	21,5
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	17	8.804	19,3
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	20	11.758	17,0
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	33	20.778	15,9
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	70	52.095	13,4
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	24	18.581	12,9
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	14	13.894	10,1
PENSION RESERVE FUND	CHILI	14	14.714	9,5
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	5	5.542	9,0
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	11	13.518	8,1
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	11	13.948	7,9
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	4	7.423	5,4
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	4	10.307	3,9
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	12	36.951	3,2
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	5	16.441	3,0
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	1	5.640	1,8
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	2	24.458	0,8
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	2	25.171	0,8
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	0	1.968	0,0

Source : Auteur.

Annexe n°17 : Carte du monde reprenant l'indice de durabilité



Source : Auteur.

Annexe n°18 : Base de données pour test des variables explicatives

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	SCORE	RICHESSSE	SEUL FONDS DU PAYS?	AGE	TAILLE (Mrd USD)	EUROPE	ASIE	AFRIQUE	MOYEN ORIENT	OCEANIE	AMERIQUE NORD	AMERIQUE SUD
FUNDO SOBERANO DE ANGOLA	ANGOLA	30,0	1	1	8	2,3	0	0	1	0	0	0	0
FUTURE FUND	AUSTRALIE	31,2	0	0	14	99,8	0	0	0	0	1	0	0
STATE OIL FUND	AZERBAIDJAN	15,8	1	1	21	42,4	0	1	0	0	0	0	0
BAHRAIN MUMTALAKAT HOLDING COMPANY	BAHREIN	56,2	0	0	14	18,7	0	0	0	1	0	0	0
PULA FUND	BOTSWANA	28,1	1	1	24	4,9	0	0	1	0	0	0	0
ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND	CANADA	8,1	1	0	44	16,3	0	0	0	0	0	1	0
ECONOMIC AND SOCIAL STABILIZATION FUND	CHILI	10,0	1	0	13	14,3	0	0	0	0	0	0	1
PENSION RESERVE FUND	CHILI	9,5	1	0	14	10,2	0	0	0	0	0	0	1
CHINA AFRICA DEVELOPMENT FUND	CHINE	66,7	0	0	13	5,0	0	1	0	0	0	0	0
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CHINE	55,2	0	0	13	940,6	0	1	0	0	0	0	0
KOREA INVESTMENT CORPORATION	COREE DU SUD	33,3	0	1	15	157,3	0	1	0	0	0	0	0
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	EMIRATS ARABES UNIS	59,1	1	0	44	579,6	0	0	0	1	0	0	0
MUBADALA INVESTMENT COMPANY	EMIRATS ARABES UNIS	52,5	1	0	18	232,2	0	0	0	1	0	0	0
ALABAMA TRUST FUND	ETATS UNIS	0,0	1	0	35	3,1	0	0	0	0	0	1	0
ALASKA PERMANENT FUND	ETATS UNIS	16,9	1	0	44	67,3	0	0	0	0	0	1	0
NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	ETATS UNIS	0,8	1	0	62	23,2	0	0	0	0	0	1	0
NORTH DAKOTA LEGACY FUND	ETATS UNIS	0,8	1	0	9	6,6	0	0	0	0	0	1	0
PERMANENT WYOMING MINERAL TRUST FUND	ETATS UNIS	3,0	1	0	46	7,9	0	0	0	0	0	1	0
BPI FRANCE	FRANCE	29,5	0	1	8	4,7	1	0	0	0	0	0	0
GHANA PETROLEUM FUNDS	GHANA	3,9	1	0	9	1,0	0	0	1	0	0	0	0
HONG KONG MONETARY AUTHORITY INV PF	HONG KONG	13,4	0	0	27	528,1	0	1	0	0	0	0	0
IRELAND STRATEGIC INVESTMENT FUND	IRLANDE	76,8	0	1	6	16,9	1	0	0	0	0	0	0
CDP EQUITY	ITALIE	25,2	0	1	9	6,8	1	0	0	0	0	0	0

NOM DU FONDS SOUVERAIN	PAYS	SCORE	RICHESS	SEUL FONDS DU PAYS?	AGE	TAILLE (Mrd USD)	EUROPE	ASIE	AFRIQUE	MOYEN ORIENT	OCEANIE	AMERIQUE NORD	AMERIQUE SUD
KAZAKHSTAN NATIONAL FUND	KAZAKHSTAN	3,2	1	0	14	61,1	0	1	0	0	0	0	0
SAMRUK-KAZYNA	KAZAKHSTAN	34,0	0	0	12	68,2	0	1	0	0	0	0	0
REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND	KIRIBATI	19,2	1	1	64	0,6	0	0	0	0	1	0	0
KHAZANAH NATIONAL BERHAD	MALAISIE	41,0	0	1	27	20,2	0	1	0	0	0	0	0
FONDO MEXICANO DEL PETROLEO PARA LA ESTABILIZACION Y EL DESARROLLO	MEXIQUE	1,8	1	0	20	1,0	0	0	0	0	0	1	0
INTERGENERATIONAL TRUST FUND NAURU	NAURU	9,0	0	1	5	0,1	0	0	0	0	1	0	0
NIGERIA SOVEREIGN INVESTMENT AUTHORITY	NIGERIA	40,4	1	1	9	1,7	0	0	1	0	0	0	0
NORWAY GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGE	55,3	1	1	30	1.186,7	1	0	0	0	0	0	0
NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	NOUVELLE ZELANDE	100,0	0	1	17	31,4	0	0	0	0	1	0	0
STATE GENERAL RESERVE FUND	OMAN	24,5	1	0	40	22,1	0	0	0	1	0	0	0
PALESTINE INVESTMENT FUND	PALESTINE	35,5	0	1	17	0,9	0	1	0	0	0	0	0
FONDO DE AHORRO DE PANAMA	PANAMA	49,5	0	1	8	1,4	0	0	0	0	0	1	0
QATAR INVESTMENT AUTHORITY	QATAR	45,1	1	1	15	295,2	0	0	0	1	0	0	0
RUSSIAN DIRECT INVESTMENT FUND	RUSSIE	12,8	0	0	9	13,0	0	1	0	0	0	0	0
AGACIRO DEVELOPMENT FUND	RWANDA	5,4	0	1	8	0,2	0	0	1	0	0	0	0
FONSIS SENEGAL	SENEGAL	53,2	0	1	8	1,0	0	0	1	0	0	0	0
GIC PRIVATE LIMITED	SINGAPOUR	28,9	0	0	39	453,2	0	1	0	0	0	0	0
TEMASEK HOLDINGS	SINGAPOUR	46,6	0	0	46	375,4	0	1	0	0	0	0	0
TIMOR-LESTE PETROLEUM FUND	TIMOR-LESTE	21,4	1	1	15	15,8	0	1	0	0	0	0	0
HERITAGE AND STABILIZATION FUND	TRINITE & TOBAGO	7,8	1	1	20	6,3	0	0	0	0	0	0	1
TURKEY WEALTH FUND	TURQUIE	50,1	0	1	4	222,3	0	1	0	0	0	0	0

Source : Auteur.

Annexe n°19 : Matrice de corrélation des variables explicatives du score

	Score	Richesse	Seul fond ?	Age	Taille	Europe
Score	1.00000000	-0.44950084	0.28799194	-0.20244672	0.32002812	0.23177402
Richesse	-0.44950084	1.00000000	-0.18012422	0.38014740	-0.05565498	-0.17266634
Seul fond ?	0.28799194	-0.18012422	1.00000000	-0.32380930	-0.11517986	0.33094382
Age	-0.20244672	0.38014740	-0.32380930	1.00000000	0.17045117	-0.16579551
Taille	0.32002812	-0.05565498	-0.11517986	0.17045117	1.00000000	0.22243585
Europe	0.23177402	-0.17266634	0.33094382	-0.16579551	0.22243585	1.00000000
Asie	0.08640725	-0.42184741	-0.06660749	-0.08310797	0.21923228	-0.21602469
Afrique	-0.05089463	0.11450979	0.28326105	-0.26659471	-0.19659309	-0.12565617
Moyen Orient	0.27453653	0.19876457	-0.19876457	0.11443889	0.14640639	-0.11322770
Océanie	0.13789324	-0.17266634	0.17266634	0.07634087	-0.11739408	-0.10000000
Amérique Nord	-0.40199411	0.33246955	-0.33246955	0.37491906	-0.20703669	-0.14907120
Amérique Sud	-0.24254185	0.25847255	-0.07795204	-0.09922149	-0.12479502	-0.08553989

	Asie	Afrique	Moyen Orient	Océanie	Amérique Nord	Amérique Sud
Score	0.08640725	-0.05089463	0.27453653	0.13789324	-0.40199411	-0.24254185
Richesse	-0.42184741	0.11450979	0.19876457	-0.17266634	0.33246955	0.25847255
Seul fond ?	-0.06660749	0.28326105	-0.19876457	0.17266634	-0.33246955	-0.07795204
Age	-0.08310797	-0.26659471	0.11443889	0.07634087	0.37491906	-0.09922149
Taille	0.21923228	-0.19659309	0.14640639	-0.11739408	-0.20703669	-0.12479502
Europe	-0.21602469	-0.12565617	-0.11322770	-0.10000000	-0.14907120	-0.08553989
Asie	1.00000000	-0.27144836	-0.24459980	-0.21602469	-0.3220306	-0.18478729
Afrique	-0.27144836	1.00000000	-0.14227760	-0.12565617	-0.1873172	-0.10748615
Moyen Orient	-0.24459980	-0.14227760	1.00000000	-0.11322770	-0.1687899	-0.09685486
Océanie	-0.21602469	-0.12565617	-0.11322770	1.00000000	-0.1490712	-0.08553989
Amérique Nord	-0.32203059	-0.18731716	-0.16878989	-0.14907120	1.00000000	-0.12751534
Amérique Sud	-0.18478729	-0.10748615	-0.09685486	-0.08553989	-0.1275153	1.00000000

Score	Richesse	Seul fond ?	Age	Taille
P-value	0.002206	0.058	0.1875	0.0342
Correlation	-0.4495008	0.2879919	-0.2024467	0.3200281

Score	Europe	Asie	Afrique	Moyen Orient	Océanie	Amérique Nord	Amérique Sud
P-value	0.1301	0.577	0.7428	0.07131	0.3721	0.006832	0.1127
Correlation	0.231774	0.08640725	-0.05089463	0.2745365	0.1378932	-0.4019941	-0.2425419

Richesse	Age	Asie	Amérique Nord
P-value	0.01092	0.004343	0.02745
Correlation	0.3801474	-0.4218474	0.3324696

Seul fond ?	Age	Europe	Amérique Nord
P-value	0.03202	0.02822	0.02745
Correlation	-0.3238093	0.3309438	-0.3324696

Age	Richesse	Seul fond ?	Amérique Nord
P-value	0.01092	0.03202	0.01216
Correlation	0.3801474	-0.3238093	0.3749191

Source : Auteur.