# LES « PRINCIPES DE SANTIAGO » : UN INSTRUMENT DE DIVERSION AU SERVICE DES FONDS SOUVERAINS

**RÉGIS BISMUTH**

*Professeur de droit public à l'Université de Poitiers*

L'apparition d'un nouveau phénomène conduit généralement le juriste à deux types de réflexion. En premier lieu, réaction presque instinctive, il s'interrogera sur l'aptitude du cadre juridique existant à appréhender ce nouveau phénomène. En second lieu, en particulier si les premières réflexions le conduisent à constater l'inadaptation du droit positif à cet égard, il cherchera à proposer une évolution du cadre juridique existant ou évaluera les initiatives entreprises conduites à cette fin. Indéniablement, la question de la régulation internationale des fonds souverains constitue une illustration typique de cette double réflexion. L'analyse du droit positif indique clairement que si quelques règles internationales applicables (droit de l'OMC, droit des investissements internationaux, etc.) permettent d'appréhender certains des problèmes soulevés par les activités des fonds souverains, celles-ci restent trop fragmentaires afin de prétendre réguler le phénomène dans sa globalité[1]. L'incomplétude du droit positif rend ainsi inévitable l'étude des différentes propositions destinées à encadrer les activités des fonds souverains, et en particulier les *Principes et pratiques généralement acceptées par les fonds souverains*, plus généralement désignés sous l'expression *Principes de Santiago* (ou *Santiago Principles* en anglais)[2].

Avant d'analyser plus en détail cette initiative et d'évaluer sa pertinence, quelques remarques préalables méritent d'être formulées afin de mettre en évidence certains traits saillants de ces *Principes* qui seront développés ci-après. Ces derniers sont parfois désignés comme une initiative conduite par le Fonds monétaire international (FMI)[3]. Cette affirmation mérite néanmoins d'être dès à présent récusée ou, à tout le moins, fermement nuancée. En effet, si l'on peut affirmer que ces *Principes* ont été développés *lato sensu* sous les auspices du FMI, ils n'ont cependant pas été définis et adoptés par le FMI, mais par – et pour – les fonds souverains eux-mêmes. Ils ne devraient donc point à ce titre bénéficier

[1] Sur ces aspects, voir : BISMUTH R., « Les fonds souverains face au droit international : Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *AFDI*, 2010, p. 588 et s.

[2] Les versions française et anglaise (avec commentaires) des *Principes de Santiago* sont disponibles sur le site internet du groupe de travail qui en est à l'origine : http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm.

[3] En particulier par les journalistes, voir par exemple : *infra* note 16.

d'un statut d'œuvre multilatérale et consensuelle pour l'ensemble des parties intéressées. Prolongement naturel de ce qui précède, il serait inapproprié de présenter les *Principes de Santiago* comme une tentative de régulation internationale des fonds souverains. Il s'agit davantage d'une tentative d'autorégulation[4], ce qui conduit naturellement à modifier le jugement que l'on est susceptible de porter sur cette initiative car les intérêts des États destinataires des investissements des fonds souverains n'ont pas nécessairement été pris pleinement en considération au sein de cet instrument.

C'est à l'aune de ce contexte qu'il convient de procéder à une analyse critique des *Principes de Santiago* et de ne pas se limiter à l'estampille de « *standard international* » qui est habituellement employée pour les désigner. Il ressort en effet de l'étude de cet instrument que ces *Principes* ne remplissent aucunement la fonction d'encadrement international des fonds souverains que leurs promoteurs prétendent leur assigner. Cela requiert de revenir sur l'élaboration des *Principes de Santiago* que l'on peut qualifier de suspecte (I) avant de se pencher sur leur contenu qui s'avère peu adéquat au regard des problèmes soulevés par l'activité des fonds souverains (II) puis sur leur mise en œuvre qui se révèle particulièrement lacunaire (III). C'est en ce sens que l'on pourra conclure que ces *Principes de Santiago* constituent davantage un instrument de diversion qu'une authentique tentative de régulation internationale des fonds souverains.

## I. LES *PRINCIPES DE SANTIAGO* : UNE ÉLABORATION SUSPECTE

L'élaboration des *Principes de Santiago* s'est réalisée de manière expéditive en ne faisant intervenir qu'un nombre restreint d'acteurs[5]. Ces *Principes* trouvent leur origine dans un contexte de méfiance croissante à l'encontre des investissements réalisés par les fonds souverains – en particulier moyen-orientaux et asiatiques – au sein des États occidentaux. Cependant, si les réticences de certains ont été particulièrement vives, elles ne doivent pas éclipser la bienveillance d'autres acteurs ou instances politiques à l'égard de ces investisseurs. Cette ambivalence est, à notre sens, à l'origine des lacunes fondamentales des *Principes de Santiago* et se retrouve d'ailleurs assez clairement dans la position des autorités américaines.

Il existait aux États-Unis une asymétrie significative entre la position du Congrès et celle de l'administration Bush. Le Congrès apparaissait particulièrement frileux et souvent hostile aux investissements des fonds souverains et avait pris plusieurs initiatives afin de procéder à un renforcement

[4] Voir aussi: PARK D., ESTRADA G. E., « Developing Asia's Sovereign Wealth Funds : The Santiago Principles and the Case for Self Regulation », *Asian Journal of International Law*, 2011, vol. 1, p. 383 et s.

[5] Sur l'historique détaillé de l'élaboration des *Principes de Santiago*, voir: NORTON J. J., « The 'Santiago Principles' for Sovereign Wealth Funds : A Case Study on International Financial Standard-Setting Processes », *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13, n° 3, p. 645 et s.





strict du contrôle des investissements étrangers aux États-Unis[6]. L'administration Bush, quant à elle, pouvait exprimer quelques inquiétudes à l'encontre de certaines opérations, notamment celles qui impliquaient des fonds souverains du Moyen-Orient, mais se montrait beaucoup plus ouverte et bienveillante à l'égard des investissements asiatiques et en particulier de Chine, État avec lequel elle souhaitait développer ses relations économiques. Cette position globalement favorable du gouvernement américain s'explique principalement par le fort lobbying de *Wall Street* qui finance grassement la vie politique aux États-Unis. Les institutions financières voyaient dans ces fonds des sources de liquidités particulièrement vastes afin de se recapitaliser dans la période tendue qui a suivi le début de la crise des *subprimes* au début de l'année 2007, avant que celle-ci n'atteigne son paroxysme à l'automne 2008. Ce n'est donc point un hasard si le principal artisan des initiatives internationales destinées à encadrer les fonds souverains et menant aux *Principes de Santiago* n'est autre que Henry Paulson, *Secretary of Treasury* de l'époque, lequel a fait l'essentiel de sa carrière au sein de la banque d'affaires *Goldman Sachs* où il est entré en 1974 et qu'il a dirigée entre 1999 et 2006 avant de prendre ses fonctions au sein de l'administration Bush[7]. Il est d'ailleurs de notoriété publique que Henry Paulson a, pendant sa carrière à Goldman Sachs, noué des liens économiques très privilégiés avec la Chine, pays qu'il a d'ailleurs visité plus de 70 fois[8].

C'est en effet Henry Paulson qui a proposé au G7 de mettre à l'ordre du jour la régulation internationale des fonds souverains lors de la réunion d'octobre 2007 ayant précédé la réunion annuelle du FMI et de la Banque mondiale. Le G7 a dans un premier temps invité le FMI, la Banque mondiale et l'OCDE à examiner cette question afin de développer de nouvelles règles internationales. Le communiqué du G7 mentionnait à cet égard :

> *« [S]overeign wealth funds (SWFs) are increasingly important participants in the international financial system and [...]our economies can benefit from openness to SWF investment flows. We see merit in identifying best practices for SWFs in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. For recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as nondiscrimination, transparency, and predictability [...]. We ask the IMF, World Bank, and OECD to examine these issues [...] »*[9].

La Banque mondiale n'a finalement joué aucun rôle dans ce cadre et, très vite, deux axes de travail se sont dessinés : en premier lieu, l'encadrement des politiques des États d'accueil des investissements souverains sous les auspices de

[6] Sur cet aspect, BISMUTH R., *op. cit.*, note 1, p. 589 et s.

[7] NORTON J. J., *op. cit.*, note 5, p. 650.

[8] Voir par exemple : « Paulson Urges China to Continue With Currency Reforms », *The Wall Street Journal*, 2 décembre 2008 ; « What Bush Did Right - on China [...] », *The Washington Times*, 19 février 2009, p. A21 (relevant à propos de ses déplacements en Chine à l'époque où il dirigeait Goldman Sachs que « *[h]is time on Chinese soil has been spent cultivating relationships, understanding the Chinese mentality, and creating the necessary cultural fluency required to build a successful bridge of communication between the two powerful nations* »).

[9] G7, *Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Washington, 19 octobre 2007, http://www.g8.utoronto.ca.

l'OCDE[10] et, en second lieu, le développement de standards internationaux à destination des fonds souverains sous les auspices du FMI, l'objectif affiché étant de rassurer autant que possible les États d'accueil des investissements des fonds souverains. Si le débat a été lancé à la fin 2007 au sein du Comité Monétaire et Financier du FMI, très rapidement des voix se sont élevées afin de contester la légitimité du FMI à prendre en charge le traitement de ce dossier. Ainsi, le gouverneur de la banque centrale des Émirats Arabes Unis, qui était à la tête d'une *constituency* au sein de ce comité, a clairement fait part de ses inquiétudes à voir le FMI développer de tels standards alors qu'il n'avait pas selon lui l'expertise requise pour cette mission. Il n'a pas d'ailleurs hésité à accompagner ses critiques de menaces à peine voilées en indiquant qu'une telle initiative risquerait de contrarier les investissements envisagés aux États-Unis :

> *« [w]e reiterate our misgivings regarding the Fund's involvement in setting best practices for Sovereign Wealth Funds (SWFs). The Fund does not have the requisite expertise in the areas of governance and transparency to take the lead in producing a set of best practices for SWFs. We are also concerned that the treatment of SWFs, to the exclusion of other types of institutional investors with proven track record of excessive risk taking and destabilizing behavior, would introduce a severe element of bias and lack evenhandedness in financial surveillance. Finally, the timing of this exercise and its political dimensions could inadvertently disrupt the flow of much-needed long-term capital from SWFs to institutions in the U.S. and elsewhere that face both liquidity and capital shortage issues »*[11].

Ces critiques et menaces ont été entendues et, d'une certaine façon, le FMI a cédé au chantage de ces États afin de laisser le soin aux fonds souverains de développer eux-mêmes ces standards internationaux. C'est ainsi que certains États disposant de fonds souverains ont décidé en mai 2008 d'instituer un groupe de travail (*The International Working Group of Sovereign Wealth Funds* – IWGSWF) avec pour mandat de développer ces nouvelles règles. Le FMI n'a fait que fournir un secrétariat à ce groupe mais n'avait aucune prérogative quant à l'élaboration de ces règles. La confusion entourant l'origine des *Principes de Santiago* provient justement de ces évènements : la création de ce groupe de travail a été décidée au sein du FMI et celui-ci a apporté son assistance administrative à ses travaux. Le FMI a ainsi offert son *imprimatur* à ce groupe de travail qui ne représente en réalité que les intérêts des fonds souverains. Si la question de la composition de ce groupe de travail sera évoquée plus en détail ci-après[12], il était déjà éloquent de constater que celui-ci comprenait des États membres qui ne disposaient pas de fonds souverains d'une puissance financière vertigineuse (Azerbaïdjan, Botswana, Guinée Équatoriale, Trinidad & Tobago, Timor Oriental, etc.) alors que l'Irlande était le seul État de l'Union européenne représenté.

[10] Voir la contribution au présent ouvrage de Guillaume LE FLOCH.
[11] International Monetary and Financial Committee, *Statement by Statement by His Excellency Sultan N. Al-Suwaidi Governor of the United Arab Emirates Central Bank (On behalf of Bahrain, Egypt, Iraq, Jordan, Kuwait, Lebanon, Libya, Maldives, Oman, Qatar, Syria, United Arab Emirates, and Yemen)*, 12 avril 2008, www.imf.org.
[12] Voir : *infra* III.





Si la composition de ce groupe de travail reflétait une certaine hétérogénéité de ses membres, elle ne devait pas éclipser la convergence de ceux-ci en ce qui concerne leurs objectifs, à savoir développer un ensemble de standards ne faisant pas peser de règles précises et contraignantes sur les fonds souverains. Il est d'ailleurs éloquent de constater à quelle rapidité les *Principes de Santiago* ont été adoptés alors qu'ils portent sur un sujet particulièrement sensible. En effet, trois réunions conduites en moins de cinq mois ont été suffisantes afin d'aboutir aux *Principes et pratiques généralement acceptées par les fonds souverains*, l'expression *Principes de Santiago* étant restée d'usage dans la mesure où ils ont été adoptés par le groupe de travail lors de sa troisième et dernière réunion qui s'est tenue à Santiago du Chili.

Un autre élément indique également à quel point cet instrument reflète exclusivement les intérêts des fonds souverains. Le groupe de travail comprenait des fonds de certains États fédérés des États-Unis et provinces canadiennes[13]. Or, les *Principes de Santiago* précisent en même temps que le groupe de travail a bénéficié des observations de plusieurs États comme la France, l'Allemagne ou le Royaume-Uni qui n'étaient pas représentés par un fonds souverain mais aussi du Canada et des États-Unis qui, quant à eux, l'étaient, du moins indirectement[14]. En définissant les *Principes de Santiago*, les fonds ont donc mis en avant leurs intérêts propres et, à ce titre, il semble bien plus à propos de les désigner comme une forme d'autorégulation plutôt que comme une tentative de régulation internationale.

Une authentique régulation internationale, qu'elle revête ou non une dimension juridiquement contraignante, devrait faire intervenir l'ensemble des parties intéressées. Les *Principes de Santiago* auraient pu être libellés comme telle si les États destinataires des investissements souverains avaient participé activement à leur adoption et pas seulement passivement à quelques consultations. Ainsi, même si les membres du Conseil d'administration du FMI considèrent qu'il s'agit d'une œuvre collaborative[15], il ne faut pas perdre de vue que les *Principes de Santiago* ont été développés et adoptés par et pour les fonds souverains. Leur dénomination officielle de *Principes et pratiques généralement acceptées par les fonds souverains* est d'ailleurs parfaitement adéquate pour les désigner.

Il est dès lors regrettable que ces *Principes* soient évoqués comme ceux du FMI dans la presse économique car une telle présentation induit une malheureuse confusion dans les esprits[16]. Il est même légitime de se demander si la volonté de

[13] Il s'agissait pour les États-Unis de l'*Alaska Permanent Fund* et pour le Canada de l'*Alberta Heritage Savings Trust Fund*.
[14] Cela est indiqué dans le rapport final présentant les *Principes de Santiago*, voir : IWGSWF, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices – 'Santiago Principles'*, octobre 2008, p. 2, http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf.
[15] FMI, *Executive Board Meeting 08/87*, 3 octobre 2008, *in* FMI, *Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund*, Washington DC, 2009, vol. 33, p. 68 (« *the development of the Santiago Principles as a good example of collaborative engagement between countries with SWFs and the recipient countries* »).
[16] Voir par exemple : WIGGLESWORTH R., « IMF Guidelines Spur Steps Towards Transparency », *Financial Times*, 18 mars 2010 (« *This led the International Monetary Fund to develop "best practices" for SWFs to improve their transparency and governance. [...] The IMF guidelines, known*

présenter ces *Principes* comme une authentique régulation promue par le FMI et à laquelle se conformeraient les fonds souverains d'États perçus comme suspects n'a pas pour seule fonction de tempérer les inquiétudes exprimées par certaines instances politiques des États occidentaux, et en particulier aux États-Unis[17].

Au-delà de ces aspects qui relèvent davantage de la communication, il convient de souligner que l'approche unilatérale retenue dans l'élaboration de cet instrument a eu des conséquences sur son contenu, et en particulier sur l'objectivité, la qualité et la pertinence des règles retenues.

## II. LES *PRINCIPES DE SANTIAGO* : UN CONTENU INADÉQUAT

Il ne s'agit pas ici de fournir une analyse exhaustive des vingt-quatre *Principes de Santiago* qui ont été adoptés mais de mettre en perspective leur contenu lacunaire dans la mesure où ils ne permettent pas de répondre aux principales inquiétudes relatives aux activités des fonds souverains. Deux d'entre-elles apparaissent particulièrement sensibles : l'utilisation des fonds souverains à des fins politiques sous couvert d'investissements privés et les distorsions économiques générées par les fonds souverains parce que leur envergure financière est susceptible d'avoir un impact sur les marchés ou parce que leur activité est susceptible de provoquer des distorsions de concurrence[18].

### A. Une clarification des enjeux à travers la matrice de la gouvernance d'entreprise

Évaluer la pertinence de ces *Principes* requiert préalablement de mieux appréhender les enjeux de la régulation des fonds souverains, en particulier les relations entre les différentes parties intéressées. La régulation de ces fonds implique – schématiquement – trois catégories d'acteurs : l'État d'origine du fonds, le fonds lui-même et les autres acteurs concernés par les activités d'investissement des fonds souverains (l'État d'accueil des investissements, les entreprises visées, les clients et fournisseurs des entreprises visées, etc.). S'il existe trois catégories d'acteurs, tous ne sont pas nécessairement en interaction et deux catégories de relation existent principalement : la relation entre le fonds souverain et l'État d'origine du fonds, d'une part, et la relation entre le fonds souverain et les autres acteurs concernés par les activités d'investissement du fonds, d'autre part.

Appréhendée sous cet angle, il serait tentant de penser que la régulation des fonds souverains soulève les mêmes problématiques que celles relatives à la gouvernance des entreprises dans la mesure où cette dernière vise justement à

*as the Santiago Principles, are voluntary but many funds are tentatively responding to calls for more openness [...]* »).

[17] « Rise of China State-Owned Firms Rattles US Companies », *Reuter News*, 17 août 2011 (« *A year-long negotiation led by the International Monetary Fund resulted in the so-called Santiago Principles, a voluntary set of "best practices" for sovereign wealth funds that has helped dampen concerns in the United States* »).

[18] Sur ces aspects, voir : BISMUTH R., *op. cit.*, note 1, p. 589 et s.





encadrer deux types de relations entre trois catégories d'acteurs : les relations entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise (les actionnaires et les dirigeants pouvant avoir des intérêts contradictoires, la gouvernance d'entreprise vise à s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires) et les relations entre les dirigeants et les autres parties prenantes aussi désignées *stakeholders* (salariés, créanciers, environnement, etc.). Si l'on se place dans le cadre d'une théorie de la gouvernance d'entreprise d'influence anglo-saxonne et dont l'objectif est la maximisation de la valeur actionnariale, la relation actionnaires/dirigeants sera principalement étudiée. Si l'on se place dans le cadre d'une théorie de la gouvernance d'entreprise d'influence rhénane dont l'objectif est la satisfaction à long terme de l'ensemble des parties prenantes, une place importante sera consacrée à l'étude de la relation dirigeants/*stakeholders*. En utilisant ce schéma dans le contexte des fonds souverains, le rôle des actionnaires serait joué par l'État propriétaire du fonds, celui des dirigeants par la direction du fonds et celui des *stakeholders* par les autres parties intéressées (l'État d'accueil des investissements du fonds principalement).

Une étude du contenu des *Principes de Santiago* montre clairement qu'ils visent à plaquer cette problématique de la gouvernance d'entreprise mais en mettant davantage l'accent sur le contrôle de la relation État propriétaire du fonds / direction du fonds alors que cette relation ne se place pas au cœur des problèmes soulevés par les fonds souverains et devrait rester une question de politique nationale. C'est en ce sens que les *Principes de Santiago* peuvent apparaître comme un instrument de diversion.

### B. L'inutilité des règles relatives à l'encadrement des relations entre le fonds souverain et son propriétaire

Il est surprenant de remarquer que ces *Principes* contiennent de nombreuses règles relatives à l'amélioration de la transparence de la relation entre l'État propriétaire du fonds et la direction du fonds. Ainsi, certains de ces *Principes* indiquent que la finalité de la politique d'investissement du fonds doit être clairement définie et rendue publique[19], que les opérations du fonds doivent être soumises à des règles et procédures clairement établies[20], que des données statistiques macroéconomiques doivent être communiquées par le fonds à son propriétaire[21], que la gouvernance opérationnelle du fonds doit être indépendante afin de pouvoir poursuivre les objectifs qui lui ont été assignés[22], que l'État propriétaire du fonds doit exercer une supervision sur les opérations du fonds[23] et que les managers du fonds doivent agir dans l'intérêt de celui-ci[24], que le fonds doit faire l'objet d'un audit annuel[25].

[19] Principe n° 2.
[20] Principe n° 4.
[21] Principe n° 5.
[22] Principe n° 6.
[23] Principe n° 7.
[24] Principe n° 8.
[25] Principe n° 12.

Ces derniers *Principes* sont davantage utiles afin de protéger l'État propriétaire du fonds contre les gestionnaires du fonds, par exemple si le gouvernement souhaite s'assurer que le fonds ne réalise que des investissements socialement responsables ou évite d'investir au sein d'actifs risqués, illégaux ou considérés comme immoraux. Ils le sont également afin de protéger le fonds contre l'État qui en est le propriétaire, mais pas dans le sens où il en résulterait une limitation de l'utilisation du fonds à des fins géopolitiques. En effet, de telles procédures peuvent permettre d'établir des contre-pouvoirs permettant au gestionnaire d'éviter que le gouvernement ne détourne les actifs du fonds. C'est ainsi qu'un dirigeant du Fonds du Botswana a déclaré que des règles claires et transparentes sur la relation entre le fonds et son propriétaire ont institué des *checks and balances* afin d'éviter que le gouvernement ne vienne piocher dans le fonds pour ajuster son budget alors que le fonds avait été créé afin de générer un capital pour les générations futures[26].

De plus, au-delà de leur inutilité pour protéger les intérêts des autres parties intéressées (États d'accueil des investissements et autres entreprises visées), ces règles n'ont de sens que si les gestionnaires du fonds souhaitent effectivement marquer leur indépendance vis-à-vis des instances gouvernementales et elles n'ont aucun intérêt si ces derniers décident de suivre les directives des autorités politiques. A cet égard, il faut bien préciser qu'un fonds souverain est bien différent d'un fonds d'investissement privé (fonds de pension, *hedge fund*, *private equity fund*, etc.). Dans cette dernière catégorie, non seulement la relation entre l'apporteur de fonds et le gestionnaire est contractuelle – ce dernier s'engageant à gérer ces fonds dans le meilleur intérêt de leur propriétaire selon un profil d'investissement déterminé – et les fonds apportés par un souscripteur ne représentent généralement qu'une partie de l'ensemble des fonds sous gestion. A l'inverse, la relation entre l'État et son fonds souverain est de nature hiérarchique et institutionnelle : l'État crée le fonds, il en détermine la politique d'investissement et son influence financière au sein du fonds n'est généralement point diluée puisqu'il en est l'apporteur exclusif de capitaux. C'est en cela que le fonds souverain peut être considéré comme une excroissance de l'État. Les *Principes de Santiago* ne sont ainsi d'aucune utilité si les autorités gouvernementales désirent conserver une emprise sur le fonds, par exemple en s'assurant de la loyauté de principaux dirigeants[27], et si les gestionnaires obéissent aux directives, fussent-elles officieuses, des autorités politiques.

[26] ADAMSON L., « Sovereign Wealth Funds Starting to Embrace Transparency », *Institutional Investor Magazine*, 1er septembre 2011 (« *Botswana's Pula Fund observed that transparency mitigated the potential use of the fund by politicians for development projects "against the spirit of saving for future generations" and has helped create "the checks and balances needed for preservation of capital"* »).

[27] A cet égard, il est intéressant d'étudier la publicité publiée par la *Nigeria Sovereign Investment Authority* (disponible sur : http://www.fmf.gov.ng/images/NSIAadvert.pdf) afin de solliciter des candidatures pour certains postes de direction au sein de ce nouveau fonds souverain. En effet, si les postes de directeur des investissements (*Chief Investment Officer* – CIO) et de directeur de la gestion des risques (*Chief Risk Officer* – CRO) étaient « *open to Nigerian and non- Nigerian applicants* », celui de président directeur général (*Chief Executive Officer* – CEO) était « *targeted mainly at Nigerians within and outside the country* ».





**C. L'inefficacité des règles relatives à l'encadrement des relations entre le fonds souverain et les autres parties intéressées**

Les quelques règles qui semblent *prima facie* s'intéresser à la relation entre le fonds souverain et les autres parties intéressées (État d'accueil des investissements, entreprises visées, etc.) sont formulées de façon très laxiste. Il est également possible de relever un écart entre l'intention affichée dans le principe d'une part et la façon dont le groupe de travail entendait interpréter ce même principe d'autre part.

Ainsi, le Principe n° 14 indique que « [l]es transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du Fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises ». De la même façon, le Principe n° 19 souligne que « [l]es décisions d'investissement du Fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers [...] conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières ». La formulation de ces *Principes* semble suggérer que le fonds ne cherche qu'une maximisation de son rendement financier, se soumet à la réalité économique du marché et se refuse à tout investissement pour des motifs géopolitiques. Un détour par le « commentaire » des *Principes* qui a été réalisé par le groupe de travail montre que ces bonnes intentions sont en réalité moins ambitieuses. Le Principe n° 14 est en effet interprété comme indiquant que les relations entre le fonds et les tiers doivent être fondées sur des règles et procédures clairement définies[28]. Il s'agit donc d'une stricte règle de gouvernance interne qui vise à assurer aux propriétaires du fonds qu'il n'est pas fait un mauvais usage de leurs ressources par la direction du fonds, de la même façon qu'en matière de gouvernance d'entreprise des règles permettent de contrôler l'usage approprié des fonds de la société. En dépit de l'apparence d'un principe qui visait la relation entre le fonds souverain et les autres parties intéressées, il cherche en réalité à encadrer celle entre le fonds et ses propriétaires. De même, alors que le Principe n° 19 indique que seules les considérations économiques et financières doivent être prises en considération dans la politique d'investissement, l'interprétation qui en est réalisée, par le biais d'une subdivision en deux sous-principes, s'éloigne de ce qu'il semble suggérer. Le Principe n° 19-1 indique que les considérations non-économiques qui guident la politique d'investissement (telles que par exemple des limitations pour des motifs éthiques ou religieux) doivent être rendues publiques[29]. Cependant,

[28] Le commentaire indique à cet égard : « *[t]o ensure good governance and efficient use of resources, it is important that the SWF, its owners, or the entities in charge of the SWF's operational management establish clear rules and procedures for dealing with third parties (e.g., commercial fund managers and custodians, or external service providers)* ».

[29] Aux termes du Principe n° 19-1, « *[i]f investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed* ». Le commentaire précise à cet égard que « *[s]ome SWFs may exclude certain investments for various reasons, including legally binding international sanctions and social, ethical, or religious reasons (e.g., Kuwait, New Zealand, and Norway). More broadly, some SWFs may address social,*

il serait extrêmement naïf d'espérer que les objectifs géopolitiques soient préalablement divulgués par les fonds souverains. Le Principe n° 19-2 ne fait quant à lui que reformuler le Principe n° 14[30].

En soulignant que « les opérations et activités du Fonds souverain dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière de ce pays », le Principe n° 15 ne fait que rappeler le droit positif existant puisqu'il est évident que tout investisseur doit se conformer au droit du pays d'accueil. Une telle disposition apparaît d'ailleurs dans la plupart des traités relatifs à la promotion et à la protection des investissements étrangers afin de délimiter quels sont les investissements couverts par de tels instruments[31]. Si, en tout état de cause, elle n'apporte absolument rien de plus à l'encadrement des fonds souverains, elle apparaît – du moins dans son esprit – en contradiction avec ce qui est annoncé par le Principe n° 20. Celui-ci précise que « le Fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées ». A première vue, ce principe ne fait que décliner ce qui est annoncé par le Principe n° 15 en précisant que le fonds respectera les règles locales relatives au droit de la concurrence ou aux infractions boursières. Cependant, la note de bas de page qui accompagne le commentaire de ce principe précise que « *[h]owever, recipient countries may grant to SWFs certain privileges based on their governmental status, such as sovereign immunity [...]* ». En d'autres termes, nous – fonds souverains – nous engageons à respecter le droit de l'État d'accueil des investissements mais, si nous venions à le violer, pourrions-nous toujours nous prévaloir de nos immunités souveraines. Aussi, nous – fonds souverains – nous évertuons à souligner que nos investissements sont guidés par des considérations économiques et financières et décidés par des investisseurs agissant en indépendance de l'État propriétaire du fonds, mais il ne s'agit selon nous aucunement d'actes *jure gestionis* ne bénéficiant pas des immunités souveraines. L'art de dire tout et son contraire !

L'analyse du contenu des *Principes de Santiago* conduit à une conclusion particulièrement sévère : soit ils se concentrent sur la relation entre le fonds et son propriétaire ce qui est davantage une question de politique intérieure, soit ceux relatifs à la relation entre le fonds et les autres parties intéressées, et en particulier l'État d'accueil de ses investissements, ne sont d'aucune utilité au regard des inquiétudes soulevées par les activités conduites par les fonds souverains. Et pourtant, il est envisageable de se risquer à indiquer les quelques

*environmental, or other factors in their investment policy. If so, these reasons and factors should be publicly disclosed* ».

[30] Le Principe n° 19-2 relève en effet que « *[t]he management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles* ». Le commentaire fait d'ailleurs explicitement référence au Principe n° 14 en indiquant que « *[...] the process of authorization and incurrence, and amounts paid, should be transparent to its owner or its governing body(ies) and follow clear rules and procedures, and be subject to ethics rules (see GAPP 14)* ».

[31] Sur cet aspect, voir: OECD, *International Investment Law – Understanding Concepts and Tracking Innovations*, 2008, p. 76 et s.





règles qu'il aurait été utile de trouver au sein des *Principes de Santiago* : obligation de publication en temps réel de l'ensemble des investissements réalisés, interdiction pour un fonds souverain de détenir plus d'un certain pourcentage d'une entreprise cotée lui permettant d'en prendre le contrôle, renonciation par les fonds souverains à toutes leurs immunités souveraines, acceptation par eux de la compétence des juridictions des États d'accueil de leurs investissements, etc.

Ces *Principes de Santiago* apparaissent donc davantage comme un exercice de relations publiques des fonds souverains, un élément de leur discours destiné à rassurer les autorités politiques de certains États originellement réticentes. Ils ont ainsi été exploités aux États-Unis par le pouvoir exécutif afin d'apporter des garanties aux membres du Congrès qui se montraient hostiles à leurs investissements. Lorsqu'en octobre 2011 la *Secretary of State* Hillary Clinton souligna que « *[w]hen the international community grew worried about sovereign wealth funds, countries, institutions, and the funds themselves came together to agree on the Santiago Principles, a code of conduct designed to reassure all stakeholders that these funds would act responsibly* »[32], il ne faut donc pas selon nous y déceler une déclaration naïve mais au contraire une mise en œuvre consciente de la stratégie portée par les *Principes de Santiago*.

## III. LES *PRINCIPES DE SANTIAGO* : UNE MISE EN ŒUVRE LACUNAIRE

Compte tenu de l'inadéquation de leur contenu, la question de la mise en œuvre des *Principes de Santiago* ne devrait être que d'un intérêt très relatif. Cependant, l'analyse des mécanismes de contrôle de mise en œuvre constitue un élément supplémentaire révélateur de la fonction principale de cet instrument : assurer une respectabilité de façade des fonds souverains.

Les *Principes de Santiago* relèvent de la *soft law* et leur mise en œuvre dépend donc en premier lieu de la volonté des fonds souverains d'y adhérer[33]. D'ailleurs, le Principe n° 24 précise qu'une « procédure régulière » d'évaluation de la mise en conformité doit être réalisée « par le fonds souverain ou en son nom ». L'auto-évaluation effectuée par le fonds lui-même étant d'un intérêt limité compte tenu de sa subjectivité, l'attention mérite donc de se porter sur l'existence et l'effectivité d'un contrôle institutionnel de la mise en œuvre de ces *Principes*. A cet égard, le groupe de travail à l'origine des *Principes de Santiago* a justement souhaité assurer le suivi et la promotion de cet instrument et ses membres ont ainsi décidé d'assurer une continuité institutionnelle du groupe de

[32] Se rapporter à son discours prononcé devant l'*Economic Club of New York* le 14 octobre 2011, http://www.state.gov/secretary/rm/2011/10/175552.htm.

[33] C'est ce que relève la note introductive des *Principes de Santiago* : « [l]'adhésion aux PPGA [Principes de Santiago] est volontaire, principe auquel les membres de l'IWG [le groupe de travail] souscrivent, pour l'avoir fait ou aspirer à le faire. [...]. Les PPGA sont subordonnés aux accords intergouvernementaux et aux dispositifs légaux et réglementaires. L'application de chaque principe des PPGA est donc subordonnée aux lois en vigueur dans les pays ».

travail en le transformant en avril 2009 en *International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF)[34]. Dans le sillage des *Principes de Santiago*, cette entité se veut informelle et affirme d'ailleurs clairement que « *[t]he Forum shall not be a formal supranational authority and its work shall not carry any legal force* »[35]. Cependant, malgré les bonnes intentions affichées[36], il ressort que ce forum ne présente aucune utilité en ce qui concerne la mise en œuvre des *Principes de Santiago* par les fonds souverains.

En premier lieu, la composition limitée de ce forum en réduit significativement l'intérêt. En effet, seuls 25 fonds provenant de 23 États y participent[37] et plusieurs États qui disposent de fonds souverains d'une certaine importance (par exemple l'Algérie et le Kazakhstan) n'en font pas partie. D'une manière certainement plus insidieuse, certains États représentés au sein du forum n'y font pas participer l'ensemble de leurs fonds souverains. C'est le cas par exemple de la Chine dont le fonds *China Investment Corporation* (CIC) est un membre actif du forum (son directeur en était d'ailleurs le président) alors que son autre fonds, la *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), qui a en charge l'investissement des réserves de change de la banque centrale chinoise, n'en fait pas partie bien que sa puissance financière soit près de dix fois supérieure à celle de la CIC et qu'elle soit à l'origine de certains investissements portant à controverse[38]. Cette situation donne ainsi l'impression que la CIC a pour fonction de jouer le rôle de vitrine respectable de l'investissement souverain chinois et permet d'éviter que l'attention se porte de façon trop significative vers la SAFE.

En second lieu, bien que les fonds à l'origine de ce forum aient reconnu que « *[t]he Forum members shall be the SWFs who [...] endorsed the Santiago Principles* »[39], il ressort en pratique qu'un tiers environ de ses membres – en particulier les fonds du Moyen Orient – n'ont été soumis à aucune évaluation et n'ont aucunement l'intention d'en mener. C'est le cas du fonds d'Abu Dhabi qui a codirigé le groupe de travail chargé de la rédaction des *Principes de Santiago* et qui reste extrêmement discret sur ses activités alors que sa surface financière évaluée à 600 milliards de dollars en fait le fonds souverain le plus riche de ce

[34] IWGSWF, *Kuwait Declaration : Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*, 6 avril 2009, http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm. Cette déclaration souligne à cet égard que : « *[t]he purpose will be to meet, exchange views on issues of common interest, and facilitate an understanding of the Santiago Principles and SWF activities* ».

[35] *Ibid.*

[36] Son mandat souligne en effet que le forum a pour objectif : « *(1) - to help maintain a stable global financial system and free flow of capital and investment ; (2) - to comply with all applicable regulatory and disclosure requirements in the countries in which they invest ; (3) - to invest on the basis of economic and financial risk and return-related considerations ; and (4) - to have in place a transparent and sound governance structure that provides for adequate operational controls, risk management, and accountability* ».

[37] La composition du forum est disponible sur son site internet : http://www.ifswf.org/members-info.htm.

[38] Voir l'exemple relatif à l'acquisition d'obligations costariciennes par la SAFE, BISMUTH R., *op. cit.*, note 1, p. 567 et s.

[39] IWGSWF, *op. cit.*, note 34.





forum[40]. C'est également le cas des fonds du Koweït, de l'Iran, de la Libye et de la Guinée Équatoriale qui refusent systématiquement de répondre aux demandes d'information sur leurs activités et qui, pour les trois derniers, refusent même de participer aux études conduites par le forum auquel ils appartiennent[41] en dépit de la bienveillance de celles-ci[42]. Les études indépendantes extérieures conduites à leur sujet montrent d'ailleurs que ces fonds ne respectent aucunement les *Principes de Santiago*[43].

Aussi, plusieurs des aspects relatifs au fonctionnement de ce forum apparaissent particulièrement surprenants et ne font que confirmer l'impression générale de son inutilité ainsi que celle des *Principes de Santiago*. En effet, alors qu'il prétend promouvoir la transparence des fonds souverains, ce forum se manifeste par une opacité et une discrétion surprenantes. Il n'a réalisé aucun communiqué ou publication entre mai 2010 et avril 2011, ne mettant fin à ce silence que par l'annonce de sa prochaine conférence annuelle[44]. C'est d'ailleurs non sans ironie qu'un spécialiste des fonds souverains a intitulé à cette occasion le billet de son blog « *This Just In : The IFSWF Said Something* » et a rajouté « *how should we, the public, 'understand SWFs' based on eleven months of silence ?* »[45]. Ce silence était d'autant plus surprenant que dans cette période l'un des membres du forum, la *Libyan Investment Authority*, dont les actifs financiers se confondaient alors avec ceux de la famille Kadhafi, a fait l'objet d'une mesure de gel de ses avoirs financiers par le Conseil de sécurité de l'ONU[46].

Enfin, les prises de position publiques de certains des officiels de fonds souverains exerçant des responsabilités au sein de ce forum montrent à quel point ils ne respectent pas les valeurs censées être véhiculées par les *Principes de Santiago*. L'exemple le plus éloquent est certainement celui de Jin Liqun, qui dirige la *China Investment Corporation* et qui a présidé le forum après sa réunion annuelle de mai 2011. Deux de ses récentes déclarations sont utiles afin d'illustrer dans quelles circonstances la « ligne jaune » serait susceptible d'être franchie. Remettant en cause le système d'État-providence en Europe, il déclarait en novembre 2011 que « *[i]f you look at the troubles which happened in*

[40] ADAMSON L., *op. cit.*, note 26.

[41] *Ibid.* Il s'agit en particulier de l'étude consacrée à la mise en œuvre des *Principes de Santiago* : IFSWF, *IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles*, Report prepared by IFSWF Sub-Committee 1 and the Secretariat in collaboration with the Members of the IFSWF, 7 juillet 2011, http://www.ifswf.org/pst/stp070711.pdf.

[42] BAGNALL S., TRUMAN E. M., *IFSWF Report on Compliance with the Santiago Principles : Admirable but Flawed Transparency*, Peterson Institute for International Economics, août 2011, Policy Brief n° PB11-14.

[43] BEHRENDT S., « Sovereign Wealth Funds and their Commitment to the 'Santiago Principles' – The Santiago Compliance Index 2011 », *Geoeconomica Briefing*, avril 2011, p. 2.

[44] Les communiqués publiés par le forum sont disponibles au lien suivant : http://www.ifswf.org/pr.htm.

[45] Cette publication est disponible au lien suivant : http://oxfordswfproject.com/2011/04/13/this-just-in-the-ifswf-said-something. Le blog de cet auteur est dorénavant disponible au lien suivant : http://www.institutionalinvestor.com/Blog-Home-Ashby-Monk.html.

[46] Voir : La résolution 1973 (2011) adoptée par le Conseil de sécurité le 17 mars 2011 (§ 19 et s.). Voir aussi: BEHRENDT S., SHARP D., « The Libyan Investment Authority: Sanctions and Post-Conflict Reconstruction », *Geoeconomica*, novembre 2011.

*European countries, this is purely because of the accumulated troubles of the worn-out welfare society. I think the labor laws are outdated. The labor laws induce sloth, indolence, rather than hard [work]. The incentive system is totally out of whack* »[47]. Un peu plus tôt, en septembre 2011, le même Jin Liqun déclarait que « *China cannot be expected to bail out the eurozone unless it opens hurdles to China and other high-growth markets* »[48]. La première déclaration, bien qu'elle vise un modèle politique et social et qu'elle prenne une signification particulière du fait de son auteur, aurait pu être prononcée par n'importe quel investisseur privé ne souhaitant pas effectuer de placements au sein d'économies jugées moins performantes. On peut donc affirmer que, dans ce cadre, la politique d'investissement du fonds est gouvernée en fonction de considérations économiques. La seconde, cependant, semble clairement hors de propos car elle suggère que la réalisation des investissements du fonds souverain au sein de la zone euro sera subordonnée à la mise en œuvre d'une certaine politique étrangère, en l'occurrence l'ouverture des marchés européens à la Chine. D'ailleurs, une telle déclaration n'aurait aucun sens si elle émanait d'un investisseur privé ce qui dénote clairement que, dans ce cadre, ce sont des considérations plus politiques qu'économiques qui gouvernent les investissements de ce fonds souverain, et ce, à l'encontre de ce que sont censés prescrire, du moins en apparence, les *Principes de Santiago*.

En définitive, aussi bien la genèse des *Principes de Santiago*, leur contenu que l'architecture institutionnelle mise en place afin d'en assurer le suivi montrent clairement que l'ensemble de cette entreprise constitue davantage une vitrine de prestige combinée à un exercice de relations publiques permettant aux fonds souverains d'être mieux perçus par les États destinataires de leurs investissements[49]. Le dirigeant du fonds souverain *China Investment Corporation* ne s'en est d'ailleurs pas caché lorsqu'il déclara que « *implementing the Santiago Principles can help a particular sovereign wealth fund to be better understood and accepted by the countries in which it invests* »[50]. Les *Principes de Santiago* ne méritent donc pas d'être perçus comme une authentique forme de régulation internationale mais bien plus comme un leurre, un instrument de diversion. Il en est de même en ce qui concerne le groupe de travail qui en est à l'origine ainsi que du forum lui succédant qui a davantage l'apparence d'un « club privé » que celle d'une authentique instance internationale[51]. Formulés par les fonds souverains et pour les fonds souverains, les *Principes de Santiago* nous donnent finalement l'occasion de méditer l'avertissement particulièrement lucide

[47] « Notable & Quotable », *The Wall Street Journal – Europe*, 8 novembre 2011, p. 14.
[48] « A Chinese Lesson for Europe », *Financial Times – Asia Edition*, 30 septembre 2011, p. 2.
[49] Exercice de relations publiques qui est d'ailleurs relayé au sein de certaines revues académiques. Voir par exemple : HONG L., « Depoliticization and Regulation of Sovereign Wealth Funds : A Chinese Perspective », *Asian Journal of International Law*, 2011, vol. 1, p. 403 et s.
[50] ADAMSON L., *op. cit.*, note 26.
[51] Le rapport consacré à la mise en œuvre des *Principes de Santiago* soulignait d'ailleurs que « *[t]he original intention was for the report to be a resource for Members to learn from each other, which was one of the purposes of the establishment of the IFSWF* » (IFSWF, *op. cit.*, note 41, p. 45).





que formulait Adam Smith il y a plus de deux siècles à propos de ce qui est désigné aujourd'hui par l'expression « autorégulation » :

> « [l]'intérêt particulier de ceux qui exercent une branche particulière de commerce [...] est toujours, à quelques égards, différent et même contraire à celui du public. [...] Toute proposition d'une loi nouvelle ou d'un règlement de commerce, qui vient de la part de cette classe de gens, doit être reçue avec la plus grande défiance, et ne doit jamais être adoptée qu'après un long et sérieux examen, auquel il faut apporter, je ne dis pas seulement la plus scrupuleuse, mais la plus soupçonneuse attention. Cette proposition vient d'une classe de gens dont l'intérêt ne saurait jamais être exactement le même que l'intérêt de la société [...] »[52].

[52] SMITH A., *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* (trad. : Comte G. Garnier), Paris, Guillaumin, 1843, vol. 1, (Livre I, Chap. IX), p. 324.