

Authentique standard international utile aux États d'accueil ou simple exercice de relations publiques ?



Régis
Bismuth

Professeur

Ecole de Droit
de Sciences Po

Les fonds souverains posent des risques politiques et économiques aux États d'accueil de leurs investissements. Ces préoccupations ont conduit à l'adoption des principes de Santiago destinés à mieux encadrer les activités de ces fonds. Une analyse attentive de cet instrument montre toutefois qu'ils ne tiennent aucunement compte des intérêts des États d'accueil, mais constituent davantage une initiative destinée à améliorer la façon dont sont perçus les fonds souverains*.

Les fonds souverains peuvent être utilisés par les États à des fins de politique étrangère de même que leurs activités peuvent, par diverses formes de subventionnement, générer des distorsions de concurrence sur les marchés¹. Face à ces risques, le G7 a envisagé en 2007 l'élaboration d'un code international de bonne conduite pour les fonds souverains. C'est ce processus qui a conduit à l'adoption des Principes et pratiques généralement acceptées (PPGA) par les fonds souverains, plus généralement désignés « Principes de Santiago »², dont il faut préciser qu'il s'agit d'un instrument de *soft law* dépourvu de force juridiquement obligatoire.

I. UN PROCESSUS D'ÉLABORATION SOUS CONTRAINTE

L'élaboration de ces principes a été dès l'origine soumise à des pressions de la part de certains États. Le G7 a d'abord invité le FMI à développer des *best practices* pour

les fonds souverains, soulignant dans ce cadre que « *for recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as nondiscrimination, transparency, and predictability* »³. Lorsque le FMI s'est saisi de la question, des États du Moyen-Orient ont fait savoir en avril 2008 que cette initiative n'était pas la bienvenue et que, si le FMI venait à persister, les fonds de ces États ne seraient plus en mesure de recapitaliser certaines institutions financières américaines au moment des prémices de la crise des *subprimes*⁴. Le FMI renonça dès lors à se lancer dans cette entreprise et préféra laisser la place en mai 2008 à un groupe de travail composé de fonds souverains : The International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWGSWF)⁵. Ce groupe de

* Cette contribution constitue une version résumée de l'article suivant, publié par l'auteur sur le même sujet : « The "Santiago Principles" for Sovereign Wealth Funds: The Shortcomings and the Futility of Self-Regulation », *Euro-Asian Business Law Review*, n° 1-2017, pp. 69-88.

1. Sur ces questions, v. Régis Bismuth, « Les fonds souverains face au droit international : Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *Annuaire français de Droit international*, 2010, p. 571 et s.
2. Expression usitée dans la mesure où ces principes ont été adoptés par le groupe de travail lors de sa troisième et dernière réunion qui s'est tenue à Santiago du Chili. Les principes de Santiago sont disponibles au lien suivant : <http://www.ifswf.org/santiago-principles>.

3. G7, Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Washington, 19 octobre 2007 [<http://www.g8.utoronto.ca>].
4. 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] (soulignant : « 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 »).
5. Il est dès lors faux, comme la presse financière s'en est fait l'écho, d'évoquer les principes de Santiago comme des principes adoptés par le FMI. V. par ex., Robin Wigglesworth, « 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

“ Pour élaborer les principes de Santiago, le FMI préféra laisser la place, en mai 2008, à un groupe de travail composé de fonds souverains : The International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Ce groupe de travail reflétait donc exclusivement les intérêts des fonds souverains.”

travail reflétait donc exclusivement les intérêts des fonds souverains et il est plus approprié de considérer qu'il s'agit davantage d'une forme d'autorégulation qu'une authentique entreprise de régulation internationale⁶.

II. UN CONTENU INADÉQUAT

La littérature consacrée aux principes de Santiago est extrêmement laudative⁷. Une analyse méticuleuse de cet instrument indique toutefois que son contenu ne répond en rien aux préoccupations des États d'accueil.

■ Trois acteurs en présence

Évaluer la pertinence de ces principes requiert préalablement de mieux se représenter les relations entre les différents acteurs en présence. La régulation de ces fonds implique – schématiquement – trois catégories d'acteurs : l'État d'origine du fonds, le fonds lui-même et, comme principale partie intéressée, l'État d'accueil des investissements.

Appréhendée sous cet angle, il serait tentant de penser que la régulation des fonds souverains soulève les

mêmes problématiques que celles relatives à la *corporate governance*, dans la mesure où celle-ci vise justement à encadrer deux types de relations entre trois catégories d'acteurs : les relations entre les actionnaires et l'entreprise et les relations entre l'entreprise et les autres parties prenantes aussi désignées *stakeholders* (salariés, créanciers, environnement, etc.). Dans le cadre d'une vision anglo-saxonne de la gouvernance d'entreprise davantage axée sur la maximisation de la valeur actionnariale, la relation actionnaires/dirigeants sera principalement étudiée⁸. Dans le cadre d'une vision 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 *entreprise/stakeholders*⁹. En utilisant ce schéma dans le contexte des fonds souverains, le rôle des actionnaires serait joué par l'État propriétaire du fonds, celui de l'entreprise par le fonds lui-même et celui des *stakeholders* par les autres parties intéressées (l'État d'accueil des investissements du fonds principalement).

Le contenu des principes de Santiago montre qu'ils visent à plaquer cette problématique de la gouvernance d'entreprise en mettant davantage l'accent sur le contrôle de la relation entre l'État propriétaire du fonds et la direction du fonds, alors que cette relation ne se place pas au cœur des problèmes soulevés par les fonds souverains.

■ L'inutilité des principes relatifs aux relations entre le fonds souverain et son propriétaire
Plusieurs dispositions des principes de Santiago sont relatives à l'amélioration de la transparence de la relation entre l'État propriétaire du fonds et la direction du fonds. Ainsi, plusieurs principes indiquent que les opérations du fonds doivent être soumises à des règles et procédures clairement établies¹⁰, que des données statistiques macroéconomiques doivent être communiquées par le fonds à son propriétaire¹¹, que la gouvernance opérationnelle du fonds doit être indépendante afin de pouvoir poursuivre les objectifs qui lui ont été assignés¹², que l'État propriétaire du fonds doit exercer une supervision sur les opérations du fonds¹³, que les managers du fonds doivent agir dans l'intérêt de celui-ci¹⁴ et que le fonds doit faire l'objet d'un audit annuel¹⁵. Ces principes sont utiles afin de protéger l'État proprié-

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

6. 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.

7. Donghyun Park & Gemina Esther Estrada, « Developing Asia's Sovereign Wealth Funds : The Santiago Principles and the Case for Self Regulation », *Asian Journal of International Law*, vol. 1, 2011, p. 383 et s. ; Joseph J. Norton, « The “Santiago Principles” for Sovereign Wealth Funds : A Case Study on International Financial Standard-Setting Processes », *Journal of International Economic Law*, vol. 13, 2010, p. 645 et s. ; Maurizia De Bellis, « Global Standards for Sovereign Wealth Funds : The Quest for Transparency », *Asian Journal of International Law*, vol. 1, 2011, p. 349 et s. ; Georges Kratsas & Jon Truby, « Regulating Sovereign Wealth Funds to Avoid Investment Protectionism », *Journal of Financial Regulation*, vol. 1, 2015, p. 95 et s. ; Anthony Wong, « Sovereign Wealth Funds and the Problem of Asymmetric Information : The Santiago Principles and International Regulations », *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 34, 2009, p. 1081 et s. Ce dernier article souligne toutefois que les principes de Santiago sont « too focused on SWFs as entities and not enough on their relationship with recipient countries » (p. 1105). Pour une analyse plus critique, v. Eliza Malathouni, « The Informality of the International Forum of Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles : A Conscious Choice or a Necessity ? », in *Informal International Law Making: Case Studies*, Berlin, Torkel Opsahl, 2012, p. 251 et s.

8. Christine A. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2013, p. 15 ; Christopher M. Bruner, *Corporate Governance in the Common-Law World – The Political Foundations of Shareholder Power*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, pp. 28-107.

9. Mallin, *supra*, note 9, p. 20.

10. Principe n° 4.

11. Principe n° 5.

12. Principe n° 6.

13. Principe n° 7.

14. Principe n° 8.

15. Principe n° 12.

taire vis-à-vis des dirigeants du fonds. Ils le sont également afin d'établir des contre-pouvoirs permettant au gestionnaire d'éviter à ce que le gouvernement ne détourne les actifs du fonds¹⁶.

Aussi, ces règles n'ont de sens que si les gestionnaires du fonds marquent leur indépendance vis-à-vis des instances gouvernementales. Elles n'ont aucun intérêt si ceux-ci décident de suivre les directives des autorités politiques. Un fonds souverain est différent d'un fonds d'investissement privé (*hedge fund*, *private equity fund*, etc.). Pour un fonds privé, non seulement la relation entre l'apporteur de capitaux et le gestionnaire est contractuelle, mais aussi les fonds apportés par un souscripteur ne représentent généralement qu'une partie de l'ensemble des fonds sous gestion. À 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 est significative puisqu'il en est contributeur exclusif. 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 et si les gestionnaires obéissent aux directives, fussent-elles officieuses, des autorités politiques.

■ **L'inefficacité des principes relatifs aux relations entre le fonds souverain et les États d'accueil**

Les quelques dispositions qui semblent *prima facie* s'intéresser à la relation entre le fonds souverain et les États d'accueil de leurs investissements sont formulées de façon très laxiste.

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 ». 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 suggère 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 politiques.

16. 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. V. Loch Adamson, « Sovereign Wealth Funds Starting to Embrace Transparency », *Institutional Investor Magazine*, 1^{er} 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" »).

NOUVEAU



L'APPLI GRATUITE





Une nouvelle expérience pour nos abonnés :

- un confort optimal de lecture sur smartphone et tablette
- une navigation fluide possible aussi hors connection
- un accès intuitif aux revues





2 modes de lecture :

- Feuilletage « classique »
- ou
- Mode « scrolling » sur une colonne

Téléchargez vite l'appli

DISPONIBLE SUR
Play Store

Disponible sur
App Store



Contact : 01 48 00 54 26
service.abonnement@revue-banque.fr

Le « commentaire » des principes réalisé par le groupe de travail montre que ces bonnes intentions sont moins ambitieuses. Le principe n° 14 est interprété comme indiquant que les relations entre le fonds et les tiers doivent être fondées sur des règles et procédures clairement définies¹⁷. 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. En apparence, le principe n° 14 vise la relation entre le fonds souverain et les *stakeholders* ; il cherche en réalité à encadrer celle entre le fonds et son propriétaire. Alors que le principe n° 19 indique que seules les considérations économiques et financières doivent être prises

“En apparence, le Principe n° 14 vise la relation entre le fonds souverain et les *stakeholders* ; il cherche en réalité à encadrer celle entre le fonds et son propriétaire.”

en considération dans la politique d'investissement, l'interprétation 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 (par exemple des limitations pour des motifs éthiques ou religieux) doivent être rendues publiques¹⁸. Il serait extrêmement naïf d'espérer que les objectifs géopolitiques de l'État soient préalablement divulgués par les fonds souverains¹⁹.

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 une évidence car tout investisseur doit se conformer aux droits du pays d'accueil. Mentionnons aussi le principe n° 20 précisant 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 ». À 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, nous pourrions toujours nous prévaloir de nos immunités souveraines. Aussi, nous – fonds souverains – soulignons que nos investissements sont guidés par des considérations strictement économiques, 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 !

III. CONCLUSIONS

L'analyse du contenu des principes de Santiago conduit à une conclusion sévère : soit ils se concentrent sur la relation entre le fonds et son propriétaire, ce qui est une question de politique intérieure, soit ceux relatifs à la relation entre le fonds et l'État d'accueil ne sont d'aucune utilité.

On se gardera de formuler des critiques détaillées concernant l'International Forum of Sovereign Wealth Funds, instance créée en avril 2009 dont l'objectif est, entre autres, d'assurer la promotion des principes de Santiago. Plusieurs fonds membres de ce forum n'ont aucunement l'intention de mettre en œuvre ces principes et, d'ailleurs, certaines déclarations faites par ses fonds membres dénotent que ceux-ci participent ouvertement à la mise en œuvre de la politique étrangère de leur État²⁰.

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 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. ●

17. 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) ».

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

19. Le principe n° 19-2 ne fait quant à lui que reformuler le principe n° 14. 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) ».

20. L'exemple le plus éloquent est certainement celui de Jin Liqun, qui dirigeait la China Investment Corporation et ancien président de ce forum. Il déclarait en effet en septembre 2011 que « China cannot be expected to bail out the eurozone unless it opens hurdles to China and other high-growth markets », suggérant que la réalisation des investissements du fonds souverain au sein de la zone euro est subordonnée à la mise en œuvre d'une certaine politique étrangère. V. « A Chinese Lesson for Europe », *Financial Times – Asia Edition*, 30 septembre 2011, p. 2.

Les 24 principes de Santiago (résumé)

Les principes de Santiago ou PPGA (Principes et pratiques généralement acceptés) constituent un cadre volontaire qui régit les pratiques d'investissement et les modalités de gouvernance et de responsabilisation des fonds souverains. Ils ont été définis par le groupe de travail (IWG) mis en place lors d'une réunion des pays dotés de fonds souverains en mai 2008 à Washington, et dont les travaux ont été coordonnés par le FMI. L'IWG se compose de :

26 pays membres du FMI dotés de fonds souverains : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Émirats Arabes Unis et États-Unis, Guinée Équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor-Leste et Trinité-et-Tobago ;

5 observateurs admis à titre permanent de l'IWG : Arabie Saoudite, Oman, Vietnam, OECD et Banque mondiale.

Les 24 PPGA ont été publiés par l'IWG en octobre 2008 à Santiago :

PPGA 1. Le cadre légal des fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation des objectifs qui leur ont été assignés.

PPGA 2. La finalité de la politique du fonds souverain doit être clairement définie et rendue publique.

PPGA 3. Lorsque les activités du fonds souverain ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à la concordance avec la politique macroéconomique générale.

PPGA 4. L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du fonds souverain doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public.

PPGA 5. Les données statistiques pertinentes du fonds souverain doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion en bonne et due forme dans les séries de données macroéconomiques.

PPGA 6. Le cadre de gouvernance du fonds souverain doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation

et l'indépendance opérationnelle de la direction du fonds souverain qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.

PPGA 7. Le propriétaire doit fixer les objectifs du fonds souverain, nommer les membres de son(es) organe(s) directeur(s) selon des procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du fonds souverain.

PPGA 8. Les organes directeurs doivent agir dans l'intérêt bien compris du fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s'acquitter de leurs fonctions.

PPGA 9. La gestion opérationnelle des fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.

PPGA 10. Le cadre de responsabilisation des opérations du fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, à la charte, à d'autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.

PPGA 11. Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et à la performance du fonds souverain doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.

PPGA 12. Les opérations et les états financiers du fonds souverain doivent faire régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales ou nationales d'audit reconnues.

PPGA 13. Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres des organes directeurs, de la direction et du personnel du fonds souverain.

PPGA 14. Les 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.

PPGA 15. 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.

PPGA 16. Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d'autonomie

opérationnelle de la direction du fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.

PPGA 17. L'information financière pertinente afférente au fonds souverain doit être rendue publique pour attester de son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d'affermir la confiance dans les pays d'accueil.

PPGA 18. La politique d'investissement du fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d'investissement arrêtés par le propriétaire ou les organes directeurs et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

PPGA 19. Les décisions d'investissement du fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières.

PPGA 20. 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.

PPGA 21. Les fonds souverain considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.

PPGA 22. Le fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.

PPGA 23. La performance des actifs et des investissements (en termes absolus et relatifs par rapport à des repères, le cas échéant) du fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.

PPGA 24. Une procédure régulière de revue de la mise en œuvre des PPGA doit être effectuée par le fonds souverain ou en son nom.

RB

REVUE-BANQUE

fr

En partenariat avec



Association française
des marchés financiers

LES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE ET DE LA FINANCE

Juin 2017

Supplément au n° 809

Ne peut être vendu séparément
revue-banque.fr

A central graphic of a grey world map with various international landmarks and buildings in different colors (red, green, orange, blue) scattered around it. Dotted lines in various colors (yellow, green, red, blue) connect these landmarks, suggesting global connectivity. The landmarks include the Eiffel Tower, the Leaning Tower of Pisa, the Statue of Liberty, Big Ben, and a windmill.

FONDS SOUVERAINS

QUELLE STRATÉGIE DES ÉTATS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ?