

Caroline Bertin Delacour

Les fonds souverains



Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale

Les fonds souverains

Ces nouveaux acteurs
de l'économie mondiale

Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris cedex 05

www.editions-eyrolles.com

Les Echos Editions
Groupe Les Echos
16, rue du Quatre-Septembre
75112 Paris cedex 02

www.lesechos-editions.fr



Le code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de Copie, 20, rue des Grands-Augustins 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2009
© Les Echos Editions, 2009
ISBN : 978-2-212-54329-2

Caroline Bertin Delacour

Les fonds souverains

Ces nouveaux acteurs
de l'économie mondiale

LesEchos
EDITIONS

EYROLLES

Sommaire

Sigles	11
Introduction	13
⚠ CHAPITRE 1 – DIVERSITÉ DES FONDS SOUVERAINS	17
Cartographie	20
1. Caractéristiques	21
Tableau 1 Fonds souverains	22
2. Ressources	28
2.1. Fonds de rente minière : Moyen-Orient, Norvège et Russie	28
2.2. Fonds d'excédents commerciaux et budgétaires : Extrême-Orient	31

3. Objectifs	33
3.1. Stabilisation des revenus	34
3.2. Épargne intergénérationnelle	35
3.3. Financement des retraites	36
3.4. Optimisation du rendement	37
3.5. Diversification de l'économie	38
4. Stratégie	39
4.1. Allocation d'actifs diversifiée	39
4.2. Variété selon les fonds	41
5. Investissements	42
5.1. Secteur financier	43
5.2. Autres secteurs	45
Tableau 2 Participations des fonds souverains dans des institutions financières	48
Tableau 3 Participations des fonds souverains dans des sociétés non financières	50
6. Cadre institutionnel	54
6.1. Structure	56
6.1.1. Ensemble d'actifs sans personnalité juridique	56
6.1.2. Personne morale distincte	57
6.2. Gestion	58
6.3. Information financière	58
6.4. Responsabilité et éthique	59
6.5. Traitement fiscal	60
7. Autres institutions financières	62
7.1. Banques centrales	62
7.2. Fonds de pension	63

7.3. Entreprises publiques	65
7.4. Fonds alternatifs	66
7.5. Fonds de capital investissement	66
Finance islamique	68
⚖️ CHAPITRE 2 – ENJEUX ÉCONOMIQUES ET STRATÉGIQUES	73
8. Puissance financière	76
8.1. Richesse relative	76
8.2. Croissance exponentielle	78
8.3. Hausse du prix des matières premières	80
8.4. Accumulation des excédents commerciaux en Asie	81
8.5. Transfert des réserves des banques centrales	81
9. Incidences sur l'économie mondiale	83
9.1. Recyclage des capitaux	84
9.1.1. Facteur de stabilité financière	84
9.1.2. Impact sur les prix	85
9.1.3. Effet sur les taux	87
9.1.4. Risque de volatilité?	88
9.2. Financement de long terme	90
9.2.1. Financement des entreprises	90
9.2.2. Amortisseur de crise?	93
9.2.3. Financement des grands projets	96
9.2.4. Développement des pays émergents	97
10. Souveraineté	98
10.1. Contrôle public	99
10.2. Opacité	100
10.3. Environnement géopolitique	104

11. Motivations stratégiques	105
11.1. Assurer l'indépendance énergétique	106
11.2. Acquérir des technologies et du savoir-faire	110
CHAPITRE 3 – RÉACTIONS PROTECTIONNISTES	113
12. Cadre juridique international	116
12.1. Règles de l'OCDE	117
12.1.1. Principe : liberté d'investissement	117
12.1.2. Exception : sécurité nationale	118
12.2. Règles de l'Union européenne	121
12.2.1. Principe : libre circulation des capitaux	121
12.2.2. Exception : sécurité nationale	122
12.2.3. Vers une extension ?	123
13. Mesures nationales de protection	124
13.1. France	125
13.1.1. Décret anti-OPA	125
13.1.2. Application aux fonds souverains	128
13.2. Royaume-Uni	130
13.2.1. Enterprise Act	130
13.2.2. Application aux fonds souverains	131
13.3. Allemagne	132
13.3.1. Nouveau régime	132
13.3.2. Application aux fonds souverains	134
13.4. États-Unis	134
13.4.1. CFIUS	134
13.4.2. Application aux fonds souverains	136
13.5. Australie	138
13.5.1. Intérêt national	138
13.5.2. Application aux fonds souverains	139

14. Autres instruments juridiques	141
14.1. Contrôle des concentrations	142
14.2. Activités réglementées	143
14.3. Actions spécifiques	144
14.4. Droit boursier et des sociétés	146
15. Dangers du protectionnisme	147
⚠ CHAPITRE 4 – BONNES PRATIQUES	151
16. Code de conduite	155
16.1. Les travaux du FMI	155
16.2. Les Principes de Santiago	157
16.2.1. Politique d'investissement	158
16.2.2. Politique de financement	160
16.2.3. Gestion des risques	160
16.2.4. Cadre juridique	162
16.2.5. Gouvernance	162
16.2.6. Transparence	166
16.2.7. Règles des pays d'accueil	168
16.3. Analyse	169
16.3.1. Contenu	170
16.3.2. Portée	171
17. Réciprocité	174
⚠ CHAPITRE 5 – QUELQUES FONDS IMPORTANTS	183
18. Abu Dhabi	185
18.1. ADIA	186
18.2. Mubadala	188
18.3. ATIC	192

19. Norvège	193
19.1. Government Pension Fund-Global	194
19.1.1. Ressources	194
19.1.2. Objectifs, stratégie et investissements	194
19.1.3. Gouvernance et transparence	196
19.2. Government Pension Fund-Norway	197
20. Singapour	197
20.1. Temasek	198
20.1.1. Ressources	198
20.1.2. Objectifs, stratégie et investissements	199
20.1.3. Gouvernance et transparence	200
20.2. GIC	202
20.2.1. Ressources	202
20.2.2. Objectifs, stratégie et investissements	203
20.2.3. Gouvernance et transparence	205
21. Chine	206
21.1. CIC	207
21.1.1. Ressources	207
21.1.2. Objectifs, stratégie et investissements	208
21.1.3. Gouvernance	210
21.2. SAFE	211
Conclusion	219
Bibliographie	223
Remerciements	233

Sigles

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
CIC	China Investment Corporation
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CMF	Code monétaire et financier français
CNOOC	China National Offshore Oil Corporation
EAU	Émirats Arabes Unis
FMI	Fonds Monétaire International
FRR	Fonds de Réserve pour les Retraites
FSI	Fonds Stratégique d'Investissement
GIC	Government of Singapore Investment Corporation Private Limited
GTI	Groupe de travail international des fonds souverains
ICD	Investment Corporation of Dubaï

KIA	Kuwait Investment Authority
LIA	Libyan Investment Authority
Mubadala	Mubadala Development Company
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
P&O	Peninsular and Oriental Steam Navigation Company
QIA	Qatar Investment Authority
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SAMA	Saudi Arabia Monetary Agency
Temasek	Temasek Holdings Private Limited

Introduction

Les fonds souverains suscitent des réactions ambivalentes : ces fonds d'investissement gouvernementaux, dotés de plusieurs milliers de milliards de liquidités, fascinent et inquiètent en même temps. On les courtise parce qu'ils peuvent financer nos déficits, nos banques, nos entreprises, les grands projets du futur et les pays pauvres. On les craint parce qu'ils peuvent, pour les mêmes raisons, déstabiliser le système financier, racheter nos industries stratégiques et servir les intérêts des États qui les contrôlent.

La prise de conscience par les pays industrialisés du rôle central des fonds souverains dans les mouvements de capitaux s'est faite fin 2007 début 2008 à la faveur de la crise des *subprimes*. Les instances politiques, économiques et financières internationales, multilatérales et nationales se sont intéressées au phénomène : Fonds monétaire international (FMI), OCDE, Commission européenne, Organisation de coopération économique Asie Pacifique, Forum économique mondial de Davos, Banque mondiale, Banque

centrale européenne ; en France, ministère de l'Économie et des Finances, Assemblée nationale, Sénat, Banque de France, Medef.

Ces fonds qui gèrent les excédents commerciaux ou budgétaires des États demeurent toutefois mystérieux pour le grand public. Il faut dire qu'ils cultivent le secret et sont très différents les uns des autres. Ils sont aussi faits de contrastes : ils existent depuis des décennies, mais n'ont que récemment changé d'échelle et été mis en lumière. Ils sont nombreux, mais leurs actifs sont concentrés chez quelques-uns, principalement en Norvège, au Moyen-Orient et en Asie. Ils gèrent des avoirs importants en montant absolu, mais modestes relativement à la richesse mondiale. Leurs ressources sont appelées à croître, mais la crise a causé un recul temporaire de leur progression.

Même pour les initiés, les fonds souverains continuent de susciter des interrogations ou des divergences de vues : quelle est leur taille réelle ? Créent-ils un risque de déstabilisation du système financier ? Quelles sont leurs intentions à venir ? Constituent-ils une opportunité ou une menace ? Comment faire face aux défis qu'ils posent ? Quel sera leur rôle dans le nouvel ordre économique et financier qui va se mettre en place ?

Ce qui est sûr, c'est que les fonds souverains vont être de plus en plus présents sur les marchés financiers, dans le capital de nos entreprises et dans les pays émergents. C'est pourquoi nous avons voulu par cet ouvrage tenter de contribuer à une meilleure compréhension de ces fonds d'État, des enjeux économiques et stratégiques qu'ils soulèvent et des réponses à y apporter : protectionnisme ou bonnes pratiques. Enfin, pour illustrer nos propos, nous avons décrit plus en détail quelques fonds importants.

Nous avons choisi de nous intéresser aux fonds souverains, mais les développements qui suivent sont parfois susceptibles de concerner aussi d'autres acteurs des marchés. Les fonds souverains ne sont en effet que l'un des moyens permettant la détention d'actifs financiers par les États ; ceux-ci peuvent également

investir directement, ou à travers leurs banques centrales et leurs entreprises publiques. Les fonds souverains ne sont pas non plus, avec les banques centrales, les seuls investisseurs gérant les pétrodollars : la concentration du pouvoir économique et politique dans certains pays a en effet favorisé l'émergence de fortunes privées considérables (USD 1 500 milliards fin 2007), qui sont gérées de manière active au niveau mondial. Enfin, certaines des inquiétudes que soulèvent les fonds souverains en matière de transparence et de gouvernance ne sont guère différentes de celles induites par le rôle croissant des *hedge funds* et des fonds de *private equity* au sein du système international.

Si nous nous sommes efforcés de rendre compte de la diversité des fonds souverains, nous avons aussi parfois dû adopter une approche généralisée ou simplifiée, par souci de clarté.

Toutes les données chiffrées figurent à titre indicatif, pour donner un ordre de grandeur seulement ; il est en effet difficile, compte tenu de l'opacité de nombreux fonds, de disposer d'informations fiables. Sauf indication contraire, les chiffres mentionnés sont à début 2009.

Nous espérons favoriser la connaissance de ces nouveaux acteurs de la finance globalisée que sont devenus les fonds souverains. En effet, la vertu de ce qui se passe est de nous faire prendre la mesure de ce qui se prépare.

⌘ Chapitre 1 ⌘

Diversité des fonds souverains

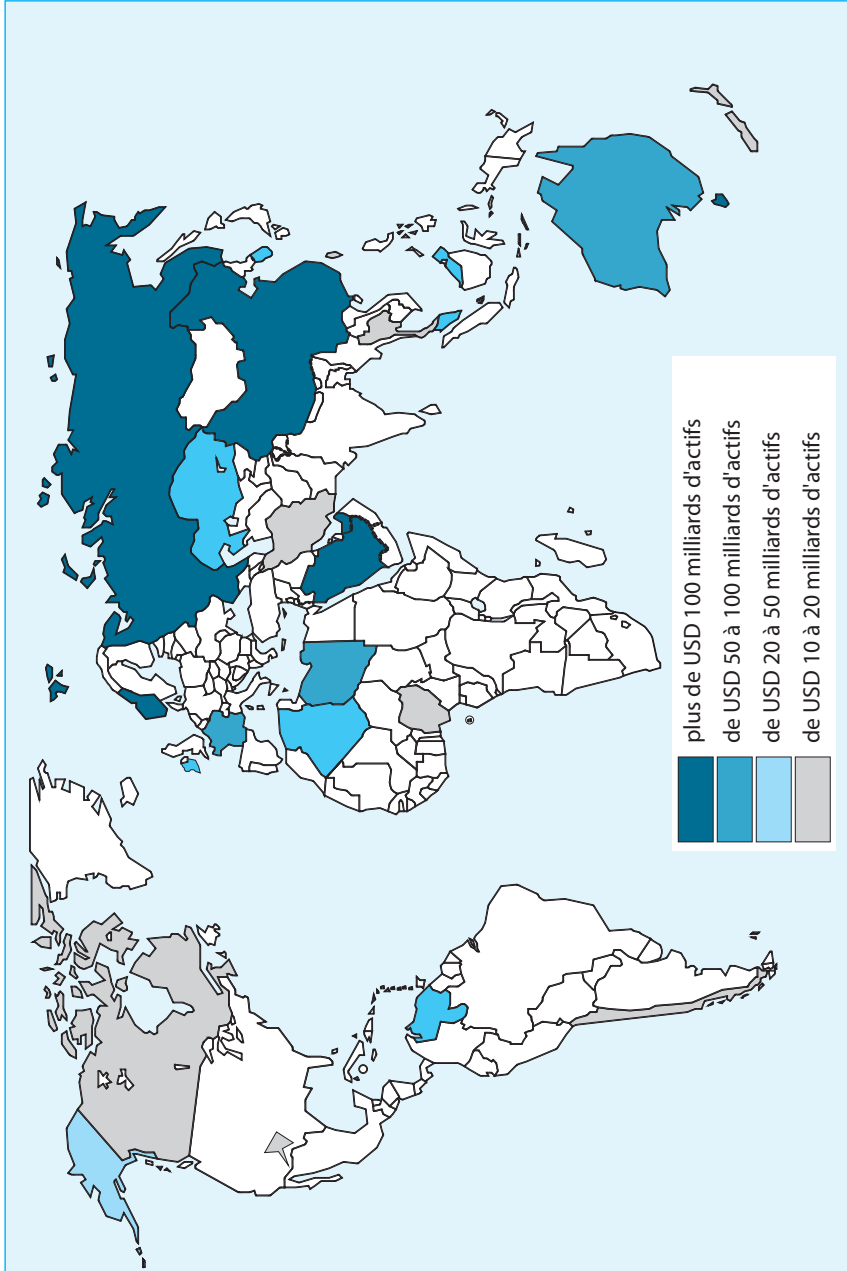
Il y avait cinq fonds souverains en 1970. On en dénombre soixante-quinze aujourd'hui, la moitié d'entre eux ayant été établis depuis 2000. Ils géraient entre USD 3 000 et 4 000 milliards en 2008, soit davantage que les fonds de gestion alternative (*hedge funds*) et les fonds de capital investissement (*private equity*). Au total, 46 % des actifs des fonds souverains sont détenus par des fonds du Moyen-Orient, 29 % par des fonds d'Asie orientale, 17 % par des fonds européens (Norvège et Russie principalement), 5 % par des fonds africains, 2 % par des fonds nord-américains et 1 % par des fonds d'Amérique latine¹.

La crise financière, qui a démarré aux États-Unis en 2007, s'est muée en crise économique majeure à l'automne 2008 et s'est propagée à toute la planète, y compris aux pays dotés de fonds souverains. Elle a entraîné une baisse de valeur des actifs des fonds estimée à 25 %², partiellement tempérée toutefois par les bonnes rentrées de 2008 dues à la flambée des cours du pétrole au premier semestre. En tenant compte des flux 2008, les actifs des fonds souverains s'élèveraient à un montant compris entre USD 2 500 et 3 500 milliards, soit une baisse comprise entre 8 % et 17,5 % par rapport au début de la même année.

¹ Source : Deutsche Bank Research (2008).

² Source : J.P. Morgan (novembre 2008).

Cartographie des principaux fonds souverains



Les fonds souverains se caractérisent par une très grande diversité. Sur la base des informations disponibles, nous proposons de dégager les caractéristiques communes à l'ensemble des fonds souverains (1) et de les recenser par taille (tabl. 1). Nous analysons ensuite, dans leur diversité, les ressources (2), les objectifs (3), la stratégie (4), les investissements (5) et le cadre institutionnel (6) des fonds souverains. Nous les distinguons enfin d'autres institutions financières (7) et de la finance islamique (voir page 68).

1. Caractéristiques

Il n'existe pas de définition universellement acceptée des fonds souverains, lesquels recouvrent en effet une grande variété de situations. Selon une acception large, il s'agit d'entités qui placent les avoirs des États. Des définitions plus étroites excluent les fonds investis seulement sur le marché domestique, les fonds qui ont pour objet le financement des retraites, ceux qui ne sont pas formellement distincts des banques centrales, ceux qui sont capitalisés par emprunts ou les holdings de participations des États.

Nous proposons de définir les fonds souverains comme des véhicules d'investissement étatiques, alimentés par les réserves de change autres que les réserves officielles, répondant à des objectifs macroéconomiques, investissant à long terme dans des actifs étrangers et dépourvus d'engagements explicites.

Sept caractéristiques communes à la plupart des fonds peuvent être dégagées de cette définition :

- ➔ Ils sont possédés ou contrôlés par un État. C'est le critère de souveraineté, qui les distingue par exemple des fonds de capital investissement (voir 7.5) ou des fonds spéculatifs (voir 7.4).

- Ils gèrent les réserves de change de cet État. Ces réserves proviennent des exportations de matières premières (voir 2.1) ou de produits manufacturés et d'excédents budgétaires (voir 2.2).
- Ils gèrent ces réserves de manière distincte des réserves officielles des autorités monétaires. C'est ce qui les distingue des banques centrales (voir 7.1).
- Ils répondent à des objectifs macroéconomiques précis (voir 3), en particulier la diversification du produit intérieur brut (PIB) ou l'épargne intergénérationnelle.
- Ils poursuivent des stratégies d'investissement de long terme, ce qui favorise la prise de risque (voir 4).
- Ils investissent notamment dans des actifs étrangers, ce qui exclut les fonds qui n'investissent que dans des actifs nationaux.
- Ils n'ont pas ou peu d'engagements explicites (ou alors ce sont des engagements à maturité très longue), ce qui les distingue des fonds de pension (voir 7.2). En particulier, ils n'ont pas ou peu recours à l'endettement.

Tableau 1 : Fonds souverains

Le tableau ci-dessous présente le pays d'origine et le nom des fonds souverains, le montant de leurs actifs, la date de leur création et l'origine de leurs ressources : matières premières (MP) ou autres.

Concernant le montant des actifs sous gestion, le tableau indique les dernières estimations de sources officielles disponibles début 2009. En cas d'estimations divergentes, nous avons indiqué une fourchette avec les plus basses et les plus élevées ; l'amplitude est parfois considérable (voir ADIA par exemple), ce qui reflète la variété des chiffres qui circulent sur la taille des fonds les plus opaques. En tout état de cause, la valeur réelle des actifs change chaque jour, de même que les taux de conversion en dollars américains. Lorsque le montant des actifs était exprimé en monnaie locale à une certaine date, nous l'avons converti en dollars sur la base du taux de change applicable à cette date.

Les estimations ne tiennent pas toutes compte de la crise de l'automne 2008, car les nouvelles valeurs n'étaient pas disponibles. Pour mémoire, sur l'ensemble des fonds, les pertes sont estimées à 25 % hors flux 2008 et entre 8 % et 17,5 % après flux 2008. Il s'agit d'une estimation globale, les variations pouvant être différentes d'un fonds à l'autre selon le degré de diversification du portefeuille, le niveau de concentration

dans le secteur financier et les retraits que les fonds ont pu être amenés à opérer pour soutenir leur propre économie.

Le tableau doit être utilisé comme donnant un ordre de grandeur de la taille des fonds. Lorsqu'une donnée n'est pas disponible, nous avons indiqué dans le tableau les lettres NC (non communiquée).

Il ressort du tableau que si les fonds souverains sont nombreux et hétérogènes, la majeure partie de leurs actifs est concentrée dans une dizaine de fonds, qui gèrent chacun plus de USD 100 milliards et ensemble 75 % du total des actifs des fonds souverains : ce sont les fonds d'Abu Dhabi, d'Arabie Saoudite, du Koweït, de Norvège, de Chine, de Hong Kong, de Singapour et de Russie.

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
EAU – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	250-875	1976	MP
Norvège	Government Pension Fund-Global	373	1990	MP
Arabie Saoudite	Saudi Arabia Monetary Agency (SAMA) Titres étrangers	289-433	NC	MP
Chine	SAFE Investment Corporation	311,6	NC	Autres
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	100-330	1981	Autres
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	213-264	1953	MP
Chine	China Investment Corporation (CIC)	200	2007	Autres
Chine – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	152-173	1993	Autres
Singapour	Temasek Holdings Private Ltd	134	1974	Autres
Russie	Reserve Fund	129,7	2008	MP

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
EAU – Dubaï	Investment Corporation of Dubaï (ICD)	82	2006	MP
Australie	Future Fund	62	2006	Autres
Libye	Libyan Investment Authority	50-100	2007	MP
France	Fonds de Réserves pour les Retraites (FRR)	50,8	1999	Autres
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	30-60	2006	MP
Algérie	Fonds de régulation des recettes de l'Algérie	43-47	2000	MP
États-Unis	Alaska Permanent Fund	37	1976	MP
Russie	National Wealth Fund	32,7	2008	MP
Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	30-35	1983	MP
Irlande	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	31	2001	Autres
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund (KNF)	21-38	2000	MP
Corée du Sud	Korea Investment Corporation (KIC)	20-30	2005	Autres
Venezuela	National Development Fund of Venezuela	21	2005	MP
Norvège	Government Pension Fund-Norway	21	1967	Autres
Malaisie	Khazanah National Berhad (KNB)	16-25,7	1993	Autres
Chili	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	14,9-21,3	2006	MP

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16,5	1976	MP
États-Unis	New Mexico State Investment Office Trust Fund	15-16	1958	Autres
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (TNSF)	15	2000	Autres
Nigeria	Excess Crude Account	11-17	2004	MP
Iran	Oil Stabilization Fund	9-15	1999	MP
Thaïlande	Government Pension Fund	13	1997	Autres
EAU – Dubaï	Dubaï International Capital	13	2004	MP
EAU – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	12	1984	MP
Nouvelle-Zélande	Superannuation Fund	11,6	2003	Autres
Bahreïn	Mumtalakat Holding Company	10-14	2006	MP
EAU – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	10	2002	MP
EAU – Dubaï	Istithmar World of Dubai	10	2003	MP
Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, EAU, Arabie Saoudite	Gulf Investment Corporation	8	1983	MP
Oman	State General Stabilization Fund (SGSF)	2-8,2	1980	MP
Botswana	Pula Fund	4,7-6,9	1993	MP
Arabie Saoudite	Sanabil Al-Saudia	6,5	2008	MP

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
Brésil	Sovereign Fund of Brazil	5,9	2009	Autres
Arabie Saoudite	Public Investment Fund	5,3		
Mexique	Oil Stabilization Fund	5	2000	MP
Chine	Africa Development Fund	5	2007	
États-Unis	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	4	1974	MP
Azerbaïdjan	State Oil Fund (SOFAZ)	2,5-10,2	1999	MP
États-Unis	Alabama Trust Fund	3,1	1986	MP
Timor Leste	Petroleum Fund of Timor Leste	1,4-3,3	2005	MP
Malaisie	Terengganu Investment Authority	2,8	2008	MP
Chili	Chile Pension Reserve Fund	1,5-2,5	2006	Autres
Trinité-et-Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,4	2000	MP
Colombie	Colombia Oil Stabilization Fund	2,1	1995	MP
Vietnam	Vietnam State Capital Investment Corporation (SCIC)	2,1	2006	Autres
EAU – Ras Al Khaimah	Ras Al Khaimah Investment Authority (RAKIA)	1,2	2005	MP
Palestine	Palestine Investment Fund	0,9		
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilisation (FIEM)	0,8	1998	MP

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	0,4-0,6	1956	MP
Canada	Fonds des Générations, Québec	0,6	2006	MP
Ouganda	Poverty Action Fund	0,4	1998	Autres
Gabon	Fund for Future Generations	0,4	1998	MP
Guinée Équatoriale	Fund for Future Generations	0,4	1998	MP
Mauritanie	Fonds National des Revenus des Hydrocarbures	0,3	2006	MP
Soudan	Oil Revenue Stabilisation Account	0,3	2002	MP
Papouasie-Nouvelle-Guinée	Mineral Resources Stabilisation Fund (MRSF)	0,2	1974	MP
Angola	Reserve Fund for Oil (FSA)	0,2	2007	MP
Tuvalu	Tuvalu Trust Fund	0,1	NC	MP
Micronésie	Compact Trust Fund of Micronesia	0,1	NC	MP
Îles Marshall	Compact Trust Fund of Marshall Islands	0,1	NC	MP
São Tomé-et-Principe	National Oil Account of São Tomé & Príncipe	0	2004	MP
Tonga	Tonga Trust Fund	0	NC	MP
EAU – Dubaï	Dubai International Financial Centre Investments (DIFC)	NC	2002	MP

Pays	Fonds souverain	Actifs gérés (USD mds)	Création	Origine
Nauru	Phosphate Royalties Stabilization Fund of Nauru	NC	2007	MP
EAU	Emirates Investment Authority (EIA)	NC	2007	MP
	TOTAL	2 930 – 4 170		

Sources : SWF Institute (décembre 2008); GTI (octobre 2008); Deutsche Bank Research (octobre 2008); Peterson Institute (septembre 2008); FMI (février 2008); sites Web des fonds.

2. Ressources

Les ressources des fonds souverains sont constituées par des excédents commerciaux, provenant des exportations de ressources naturelles ou de produits manufacturés, ou par des excédents budgétaires. Nous distinguerons ci-dessous les fonds de rente minière, dont les ressources proviennent des matières premières (2.1), et les fonds financés par d'autres sources (2.2).

2.1. Fonds de rente minière : Moyen-Orient, Norvège et Russie

La première source de financement des fonds souverains est constituée par l'exportation de matières premières, essentiellement le pétrole, mais aussi le gaz, le cuivre, les diamants et le phosphate. Les recettes issues de ces exportations représentent près des deux tiers des actifs gérés par les fonds souverains.

S'agissant du pétrole, les principaux pays exportateurs sont situés au Moyen-Orient (Arabie Saoudite, Émirats arabes unis, Qatar, Oman, Koweït, Iran, Irak), en Afrique, (Algérie, Libye,

Angola, Nigeria), en Europe (Norvège, Russie) et en Amérique (États-Unis, Canada, Mexique, Venezuela). Tous ces pays, à l'exception de l'Irak, sont dotés de fonds souverains.

Les États riches en matières premières connaissent une économie de rente, qui se traduit par l'exploitation d'une seule ressource. L'État collecte les revenus qui en sont issus, soit directement auprès des entreprises publiques exploitantes, comme en Arabie Saoudite, où le pétrole est extrait par la compagnie publique Saudi Aramco, soit indirectement par le biais de taxes prélevées sur les matières premières. Une telle économie est donc, d'une part, largement dépendante du niveau des réserves de ladite ressource et, d'autre part, faiblement génératrice de croissance, car reposant sur un secteur public prépondérant.

Or, les ressources naturelles sont épuisables, à commencer par le pétrole. La date d'un pic de production ou «pic de Hubbert», à partir duquel la production pétrolière commencera à décliner, fait l'objet de nombreuses controverses. Pour certains, il serait imminent ; pour d'autres plus optimistes, il ne se profilerait pas avant 2040. L'hypothèse la plus communément admise est qu'il pourrait intervenir entre 2015 et 2025. Toujours est-il que son inéluctabilité conduit les pays pétroliers à adopter une gestion fine de leur rente.

Cette gestion soulève des questions complexes. Faut-il exploiter ou préserver les gisements naturels non renouvelables ? Si les réserves sont conservées dans le sol, cela contribue à la hausse de leur prix, mais cela incite aussi les pays consommateurs à développer des énergies de substitution comme une alternative rentable et durable. Si les ressources sont extraites et vendues, faut-il investir ou consommer les recettes y afférentes ? Il est clair que l'absence d'investissement suffisant conduit à un appauvrissement du pays. Or, de nombreux pays producteurs ont un taux d'épargne nette et une croissance inférieurs à la moyenne mondiale : ils souffrent de la malédiction des ressources.

Les fonds souverains constituent une solution, en ce qu'ils contribuent à la transformation de la rente minière en placements internationaux générateurs de revenus. Ils répondent au besoin de diversification et permettent d'optimiser la ressource tout en la pérennisant au bénéfice des générations futures. La région du golfe Persique témoigne ainsi du soutien apporté par les fonds souverains au développement de l'économie locale (voir 3.5).

C'est dès 1953, au Koweït, qu'a été établi le premier fonds souverain, le Kuwait Investment Authority (KIA), « dans le but d'investir les revenus excédentaires du pétrole afin de réduire la dépendance du Koweït par rapport à sa ressource pétrolière épuisable », selon KIA. La plupart des autres fonds de rente minière ont été constitués après les deux premiers chocs pétroliers.

Le premier choc pétrolier a été provoqué à la suite du déclenchement de la guerre du Kippour, le 5 octobre 1973, lorsque l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a lancé un embargo pétrolier envers les pays occidentaux soutenant Israël, provoquant le quadruplement du prix du pétrole entre octobre 1973 et mars 1974, de USD 2,59 à 11,65 le baril³. Le second choc pétrolier trouve son origine dans la révolution iranienne de 1979 et la guerre Iran-Irak qui l'a immédiatement suivie. La diminution des exportations de ces deux États, respectivement deuxième et troisième pays producteurs de pétrole, a entraîné une flambée des cours qui ont atteint USD 35 le baril en 1981⁴.

À la suite de ces deux chocs, la consommation d'hydrocarbures dans le monde occidental a diminué, en raison d'une politique incitative de réduction de la consommation de pétrole et de la volonté de diversifier la production énergétique par le développement du secteur nucléaire. La baisse de la demande a entraîné une

³ Sénat (octobre 2007).

⁴ Sénat (octobre 2007).

chute des cours, l'année 1986 ayant vu le baril de brut s'effondrer en deçà de USD 10⁵.

C'est pour lisser les chocs sur le prix des ressources énergétiques et se protéger contre la volatilité des revenus du pétrole que des fonds souverains ont été créés par les pays exportateurs. Ces fonds permettent de sortir du tout pétrole, en réduisant la part des hydrocarbures dans l'économie, en la diversifiant vers l'industrie, l'immobilier et les services, en sortant d'une gestion familiale pour s'attacher les concours de spécialistes et en favorisant l'émergence d'un secteur privé.

Ainsi, c'est à partir de 1975 qu'ont été constitués de nombreux fonds du golfe Persique, notamment ADIA à Abu Dhabi (voir 18), ainsi que les fonds des États-Unis, du Canada, de Norvège (voir 19), du Brunei et de l'Iran. Depuis 2000, une nouvelle vague de fonds issus de la rente pétrolière a émergé : Algérie, Kazakhstan, Nigeria, Venezuela, Qatar, Dubaï, Bahreïn, Libye et Russie.

Dorénavant, la proportion des fonds de matières premières par rapport au nombre total des fonds souverains devrait diminuer au profit des fonds décrits ci-dessous.

2.2. Fonds d'excédents commerciaux et budgétaires : Extrême-Orient

La seconde source de financement des fonds souverains est constituée par les excédents commerciaux (non liés aux ressources naturelles) ou les excédents budgétaires de certaines économies, qui alimentent les réserves de change. Ces excédents représentent plus du tiers des actifs gérés par les fonds souverains.

5 Sénat (octobre 2007).

La crise économique et financière traversée en 1997-1998 par de nombreux pays asiatiques les a conduits à un renforcement de leur politique budgétaire et financière et à un développement fondé sur les exportations. Ces pays sont devenus des exportateurs nets, gérant des surplus de balance des paiements. Le phénomène s'est accéléré à partir des années 2000, du fait de la forte croissance globale et du développement de la Chine et de l'Inde. Il s'en est suivi une augmentation de la demande et de la consommation, permettant aux pays exportateurs d'engranger des réserves en devises très significatives.

Le volume important des exportations de ces pays s'explique aussi par le faible coût de la main-d'œuvre, avec un salaire moyen beaucoup plus faible qu'en Europe ou aux États-Unis, et par la sous-évaluation artificielle de la monnaie locale, notamment du yuan chinois, en raison des régimes de change en vigueur dans ces pays⁶.

C'est pour gérer les réserves en devises résultant des exportations qu'ont été créés les fonds souverains de Chine (voir 21), de Hong Kong, de Corée, de Taïwan et de Singapour (partiellement) (voir 20). Les fonds placent ces devises à l'étranger, ce qui freine l'appréciation de la monnaie nationale. Cela favorise les exportations, lesquelles engendrent des liquidités, qui alimentent les fonds souverains, etc. Ces fonds apparaissent moins légitimes d'un point de vue économique que les fonds de rente minière, dans la mesure où les réserves accumulées ne correspondent pas intégralement à des richesses réelles, mais en partie à des interventions sur le marché des changes.

⁶ En Chine, un régime de change quasi fixe avec le dollar a prévalu jusqu'en 2005, obligeant la banque centrale chinoise à acheter des dollars pour défendre la parité du yuan. Il a depuis été remplacé par une indexation à un panier de monnaies, dont le dollar reste toutefois très majoritaire. Même si le yuan s'est réévalué progressivement par rapport au dollar, sa sous-évaluation demeure importante.

Dans d'autres pays, les ressources des fonds souverains proviennent d'excédents budgétaires. Ils résultent de surplus fiscaux, de cotisations obligatoires de prévoyance et de retraite prélevées à des taux très élevés, de produits de ventes d'actifs ou de revenus de privatisations. C'est le cas des fonds de Malaisie, de Thaïlande, du Vietnam, de Singapour (partiellement) (voir 20), d'Australie et de Nouvelle-Zélande.

Il est souvent considéré que ces pays épargnent trop, au détriment des générations actuelles, et qu'une partie des richesses devrait être réorientée vers le développement des infrastructures, la satisfaction des besoins domestiques, notamment dans le domaine de la santé, l'augmentation des salaires, l'amélioration de la protection sociale et la stimulation de la consommation des ménages.

3. Objectifs

Tous les fonds souverains ont un but commun : transférer de la richesse vers le futur. Leurs objectifs plus précis sont variés :

- stabilisation des revenus (3.1) ;
- constitution d'une épargne au profit des générations futures (3.2) ;
- financement des retraites (3.3) ;
- optimisation du rendement (3.4) ;
- diversification de l'économie (3.5).

Souvent, ces objectifs coexistent, se combinent ou changent avec le temps. Ainsi, un fonds initialement constitué à des fins de stabilisation peut évoluer en fonds d'épargne ou en fonds de retraite.

3.1. Stabilisation des revenus

Les fonds de stabilisation (*stabilization funds*) ont pour objectif de lutter contre la volatilité des prix des matières premières et, partant, de stabiliser les revenus provenant de leur exportation. En effet, le marché des produits de base, notamment du pétrole, est soumis à des fluctuations brutales et importantes des cours. Les États dont l'économie dépend de l'exportation de ces produits subissent de plein fouet ces variations. Leur budget peut se trouver déséquilibré entre des dépenses fixées sur plusieurs années et des revenus fortement irréguliers.

Les fonds de stabilisation permettent de protéger l'économie et les finances de ces États contre une telle volatilité. Ils sont chargés de substituer un revenu stable et récurrent aux recettes fluctuantes et cycliques issues des ressources naturelles. Ils font fructifier ces recettes en période de cours élevé en les plaçant dans des instruments déconnectés du marché des matières premières. Grâce aux revenus produits par ces instruments, ils ont la faculté d'absorber les chutes de cours et de couvrir en période de baisse les besoins en financement de leur gouvernement.

Tel est le premier objectif des fonds de rente minière, tels que KIA au Koweït, le Reserve Fund de Russie, le Fonds de Régulation des Recettes d'Algérie, le Libyan Investment Authority, le State General Stabilization Fund du sultanat d'Oman, le Oil Income Stabilization Fund du Mexique et l'Economic and Social Stabilization Fund du Chili (contre la volatilité des cours du cuivre).

Le financement des fonds de stabilisation provient généralement d'excédents de revenus par rapport à un prix de référence de matière première. Par exemple, le fonds du Koweït reçoit une partie prédéterminée des revenus du pétrole ; celui du Chili est alimenté par les revenus du cuivre dépassant une valeur de référence déterminée chaque année par les autorités.

L'objectif de stabilisation peut aussi trouver à s'appliquer aux pays asiatiques trop dépendants du commerce extérieur. Les fonds de stabilisation leur permettent de se protéger contre une chute des exportations ou un changement dans les conditions de change. Il s'agit là aussi de lisser les recettes budgétaires et fiscales du pays concerné en les isolant des cycles de l'économie. C'est l'un des objets du fonds GIC de Singapour (voir 20.2).

3.2. Épargne intergénérationnelle

Les fonds d'épargne (*saving funds*) ont pour objectif de pérenniser les revenus issus de ressources naturelles non renouvelables et, partant, de constituer une épargne au profit des générations futures. En effet, les matières premières et, en conséquence, les ressources y afférentes sont tarissables. Les États dont l'économie dépend de ces matières premières sont confrontés, dans un souci d'équité, à la nécessité de pourvoir aux besoins des générations futures lorsque la ressource qui fait la richesse présente de l'État sera épuisée.

Les fonds d'épargne, également appelés fonds intergénérationnels, permettent de répartir les revenus des ressources naturelles de manière équitable à travers les générations. Ils convertissent des actifs non renouvelables en actifs financiers pérennes. Ils agissent comme un mécanisme d'épargne forcée et font fructifier la richesse d'aujourd'hui pour constituer le patrimoine de demain.

Tel est l'autre objectif des fonds de rente minière, tels que ADIA à Abu Dhabi (voir 18.1), les fonds du Koweït, du Qatar, de Libye ou de Norvège. Les fonds de stabilisation ayant fortement augmenté ces dernières années, il est probable qu'une part croissante des excédents de liquidités du secteur public ira désormais alimenter les fonds intergénérationnels.

Ces fonds permettent également de lutter contre les effets pervers d'une trop grande exploitation des ressources naturelles,

connue sous le nom de «maladie hollandaise»⁷. Le placement des rentes minières d'un pays dans un fonds souverain empêche qu'elles ne soient dépensées, ce qui permet au reste de l'économie de ne pas souffrir de la hausse des prix et des taux de change qui en résulteraient.

3.3. Financement des retraites

Certains fonds souverains ont pour objectif de financer des engagements de retraite implicites. Ils sont constitués pour faire face aux déficits futurs des systèmes de retraite par répartition, liés au vieillissement de la population, d'ici 2030. Il s'agit de lisser l'effet d'un choc démographique à venir en provisionnant une partie des besoins de financement futurs y relatifs.

Le fonds accumule et place des réserves financières tant que le contexte démographique demeure favorable, puis les utilise pour contribuer au financement des retraites lorsque les besoins s'accroissent sous l'effet du vieillissement. Cela permet de compléter les autres moyens visant à assurer l'équilibre financier des systèmes de retraite par répartition – durée de cotisation, taux de cotisation et taux de remplacement – et de mieux répartir dans le temps et entre les générations les efforts financiers nécessaires pour assurer la pérennité des régimes.

⁷ Selon ce phénomène économique, ainsi dénommé car il trouve son origine aux Pays-Bas dans les années 1960, la richesse d'un secteur exportateur peut conduire à un appauvrissement d'autres secteurs de l'économie. En particulier, la hausse des exportations d'une ressource naturelle, et donc des recettes y afférentes, entraîne, d'une part, une augmentation de la consommation locale résultant elle-même en une hausse des prix et, d'autre part, un afflux de devises générant une appréciation de la monnaie locale. La hausse des prix et des taux de change a pour conséquence une augmentation des prix de revient comme des prix de vente à l'exportation des produits en provenance des autres secteurs exportateurs de l'économie et nuit à la compétitivité de leurs exportations.

Tel est l'objet par exemple du National Wealth Fund russe, du Future Fund australien, du Superannuation Fund néo-zélandais, du National Pensions Reserve Fund irlandais, du Pension Reserves Fund chilien (différent du Stabilization Fund précédemment cité) et du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) français (voir page 216).

Contrairement aux fonds de pension (voir 7.2), les fonds souverains n'ont pas d'engagements de retraite explicites et ne sont pas financés par des cotisations des employés ou des entreprises. Leurs règles de financement sont destinées à leur permettre de couvrir les besoins futurs, tels qu'estimés. Sauf circonstances exceptionnelles, les retraits sont interdits et requièrent l'autorisation des plus hautes autorités de l'État.

3.4. Optimisation du rendement

Certains fonds souverains ont pour objectif d'optimiser le rendement des réserves de change. Tel est le cas des sociétés de placement de réserves (reserves investment corporations) qui, selon la définition du FMI, «sont créées pour accroître la performance des avoirs de réserves».

Une partie des réserves de change est nécessaire à la politique monétaire et à la gestion des taux de change : ce sont les réserves officielles détenues par les banques centrales. Elles sont gérées très prudemment et à court terme, dans un double objectif de sécurité et de liquidité (voir 7.1). Elles doivent en principe couvrir au moins trois mois d'importations ou le montant des engagements extérieurs à court terme du pays.

Pour le solde, ces réserves peuvent être gérées de façon plus optimale que dans le cadre classique appliqué aux réserves officielles. À cette fin, elles sont placées dans un fonds souverain pour être investies en actifs plus risqués et diversifiés, ce qui en augmente le rendement. C'est l'objet par exemple des

fonds CIC de Chine (voir 21.1), GIC de Singapour (voir 20.2) ou KIC de Corée.

3.5. Diversification de l'économie

D'autres fonds souverains ont pour objectif de prendre des participations stratégiques. Tel est l'objet des fonds de développement (development funds) qui, selon le FMI, servent «à financer des projets socio-économiques ou à promouvoir des politiques industrielles propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays». Ils peuvent revêtir la forme de holdings de participations de leur État d'origine et agir comme le bras armé de celui-ci.

Ces fonds peuvent financer des infrastructures, nouer des partenariats industriels ou investir dans des secteurs stratégiques pour le développement de leur pays. C'est le cas par exemple des fonds Temasek de Singapour (voir 20.1), Khazanah de Malaisie, Public Investment Fund d'Arabie Saoudite, Mubadala d'Abu Dhabi (voir 18.2), ICD de Dubaï ou QIA du Qatar.

QIA a ainsi créé des joint-ventures avec Total pour la gestion du gazoduc Qatar Emirats, avec Suez Environnement pour équiper les nouvelles villes de l'émirat en services de distribution d'eau et d'énergie, ainsi qu'en services de traitement de déchets, et avec GDF Suez pour fournir des services aux collectivités locales qataries. Citons également Gulf Investment Corporation, fonds souverain créé par six États du Golfe Persique, qui a conclu avec GDF Suez en août 2008 un accord pour le développement d'un projet d'énergie hydraulique au Bahreïn pour environ USD 2 milliards.

4. Stratégie

D'une manière générale, les fonds souverains adoptent une allocation d'actifs diversifiée afin d'optimiser la rentabilité dans une perspective de long terme (voir 4.1). Toutefois, leur stratégie précise, leur horizon d'investissement et leur couple rendement/risque varient considérablement d'un fonds à l'autre en fonction de leurs objectifs (voir 4.2).

4.1. Allocation d'actifs diversifiée

Traditionnellement, la fortune monétaire des États était placée en actifs de court terme, liquides et sans risques, mais à faible rendement : dépôts, bons du Trésor, obligations d'État. Des études ont ainsi montré que, sur une période de soixante ans (entre 1946 et 2006), le rendement de tels placements a été inférieur à 1 % par an, tandis qu'un portefeuille investi à 60 % en actions et 40 % en obligations a rapporté sur la même période 6 % par an environ.

À travers les fonds souverains, les États recherchent la maximisation du rendement net à long terme des réserves de change excédentaires, grâce à une allocation stratégique d'actifs diversifiée par classe, territoire et monnaie.

La diversification poursuivie par les fonds souverains leur permet d'investir les réserves de change dans des classes d'actifs *a priori* plus rentables que les titres de dettes publiques : obligations de grandes entreprises, actions, immobilier, or, matières premières, infrastructures, investissements dans les pays émergents, instruments financiers complexes, tels que parts de *hedge funds* ou produits dérivés⁸. Les actifs globaux des fonds souverains sont

⁸ Les produits dérivés sont des instruments de gestion des risques dont la valeur dépend d'un actif ou d'un indice sous-jacent. Ils comprennent les contrats à terme (*futures*), les contrats d'échange de taux d'intérêt (*swaps*) et les contrats d'options (*put* et *call*).

ainsi composés à 35 %-40 % de titres à revenu fixe, à 50 %-55 % d'actions cotées et pour le solde d'actifs alternatifs⁹.

S'agissant du non coté, les fonds souverains investissent rarement en direct dans les PME, plus souvent à travers des fonds importants de capital investissement. S'agissant des produits dérivés, ils prennent soit des positions actives, soit les utilisent comme instruments de couverture. Les fonds des pays exportateurs de matières premières (qui doivent se prémunir contre une baisse des cours de ces matières) peuvent privilégier la détention d'actifs négativement corrélés à ces produits (dont les revenus augmentent lorsque ceux des exportations diminuent). Inversement, les fonds des pays asiatiques importateurs de matières premières (qui doivent donc se couvrir contre une hausse des cours) peuvent avoir intérêt à prendre des positions longues sur des contrats à terme ou d'autres actifs étroitement corrélés avec les prix des matières premières.

Les fonds souverains diversifient aussi leur portefeuille sur le plan géographique. La majeure partie des avoirs des fonds souverains est investie sur les marchés étrangers : les actifs internationaux représentent 90 % de leur portefeuille, les actifs domestiques seulement 10 %.

Ces proportions globales ne reflètent pas nécessairement la répartition géographique suivie par chaque fonds ; certains investissent partiellement ou massivement sur leur marché d'origine. Ainsi, les fonds souverains asiatiques ont tendance à l'investissement interrégional, notamment en Inde, en Chine et en Malaisie. C'est le cas des fonds Khazanah (Malaisie) ou Temasek (Singapour), dont 74 % des avoirs sont placés localement (voir 20.1). Les fonds du Moyen-Orient, à la recherche de placements importants et liquides, investissent quant à eux principalement aux États-Unis et en Europe.

⁹ Actions non cotées, parts de fonds de *private equity* ou de *hedge funds*, immobilier, infrastructures, produits de base.

Outre la rentabilité, la diversification permet de répondre à l'objectif général des fonds souverains de limiter la dépendance de leur État vis-à-vis de la rente ou des excédents à l'origine de leur richesse et de les convertir en actifs pérennes. Elle contribue enfin à protéger les fonds souverains contre le risque de baisse du dollar américain, dans lequel la plus grande partie de leurs ressources sont exprimées, encore que la capacité de certains fonds à investir dans d'autres monnaies soit en réalité limitée par la politique de change contraignante de leur pays.

Ces actifs diversifiés, s'ils peuvent être rentables, sont aussi plus risqués. L'horizon d'investissement de long terme des fonds souverains leur confère toutefois une plus grande tolérance au risque. Les analyses en la matière indiquent en effet que, sur le long terme, la probabilité d'un rendement négatif est plus importante pour un portefeuille de banque centrale géré conventionnellement que pour un portefeuille diversifié.

4.2. Variété selon les fonds

La part des investissements risqués est plus ou moins importante selon les objectifs poursuivis par les fonds souverains. Elle est plus faible chez les fonds qui privilégient la stabilisation des prix des matières premières (voir 3.1) et ont besoin de sécurité et de liquidité pour pouvoir compenser à tout moment la volatilité. Elle est plus élevée chez les fonds d'épargne (voir 3.2) ou les sociétés de placement de réserves (voir 3.4), qui recherchent la performance financière sur le long terme.

Elle est renforcée chez les fonds de développement (voir 3.5), qui prennent des participations plus importantes dans le capital d'entreprises étrangères ou forment des joint-ventures avec des partenaires industriels. Ces fonds obéissent à des critères d'investissement faisant plus largement place à la spécialisation sectorielle, qui peut résulter de choix stratégiques des autorités publiques. Il peut s'agir par exemple de sécuriser l'approvisionnement

du pays d'origine en ressources énergétiques, de faciliter l'accès de ses entreprises aux technologies et au savoir-faire des pays plus avancés ou d'accéder à de nouveaux marchés, réseaux de vente ou circuits de distribution (voir 11).

Les fonds de retraite, quant à eux, bénéficient à leur constitution d'une très grande flexibilité dans l'allocation de leurs actifs, compte tenu de leur horizon d'investissement lointain (entre vingt et cinquante ans), mais cette souplesse diminue au fur et à mesure que l'échéance se rapproche. Les fonds d'épargne, qui n'ont pas de valeur liquidative ni de durée de vie prédéterminées et existent en théorie à perpétuité, ont un peu moins de flexibilité au début, car ils doivent faire des versements réguliers au budget de l'État, mais conservent leur relative liberté tout au long de leur existence.

Quoi qu'il en soit, la crise économique et financière de l'automne 2008 pourrait temporairement détourner les fonds souverains des actifs à risques et les inciter à suivre une allocation plus conservatrice.

5. Investissements

Sur le plan géographique, les investissements des fonds souverains sont concentrés sur l'Asie, les États-Unis et l'Europe. Les investissements aux États-Unis et en Europe représentent un tiers du nombre des opérations, mais deux tiers en valeur. En Europe, la plupart des opérations ont été réalisées, notamment par les fonds du Qatar et de Dubaï, au Royaume-Uni, loin devant la France et l'Allemagne.

Sur le marché des actions cotées, les investissements ont été effectués aux deux tiers par les fonds souverains d'Asie, les plus actifs étant CIC et SAFE de Chine (voir 21), ainsi que Temasek et GIC de Singapour (voir 20). Le tiers restant a été effectué par les fonds du

Moyen-Orient, notamment ICD et ADIA des Émirats Arabes Unis, KIA du Koweït et QIA du Qatar. Les fonds des autres régions du monde ne jouent pas un rôle significatif sur le marché actions.

Les fonds souverains financent généralement leurs investissements en fonds propres. De nombreux fonds ne sont d'ailleurs pas autorisés à emprunter. Certains ont néanmoins recours à l'emprunt, conventionnel ou islamique (voir page 68). Ainsi, le fonds qatari QIA a obtenu des crédits bancaires en 2008 pour financer ses acquisitions, en France, de participations dans Cegelec et Suez Environnement et, en Angleterre, d'immeubles sis à Chelsea. Il faut également observer que, lorsque les fonds souverains investissent des capitaux propres dans des fonds de *private equity* ou des *hedge funds*, ceux-ci ont recours à l'effet de levier¹⁰ pour maximiser leur performance.

Sur le plan sectoriel, les fonds souverains ont investi de manière prépondérante, voire disproportionnée, dans le secteur financier (voir 5.1) ; ils ont également investi dans l'immobilier, l'énergie et certains autres secteurs d'activité (voir 5.2).

5.1. Secteur financier

C'est principalement à la faveur de la crise des *subprimes* que les fonds souverains ont pris des participations dans le secteur financier. Ils ont ainsi injecté USD 92 milliards entre mi-2007 et mi-2008 dans les institutions financières occidentales en difficulté¹¹.

Les deux tiers de ces capitaux ont bénéficié à des banques de Wall Street : CIC (Chine) a investi USD 5 milliards dans Morgan Stanley en échange de 9,9 % du capital ; KIA (Koweït), GIC

¹⁰ L'effet de levier (*leverage*) est la capacité à engager un volume de capitaux qui soit un multiple plus ou moins grand de la valeur des capitaux propres.

¹¹ Deutsche Bank Research (2008).

(Singapour) et ADIA (Abu Dhabi) ont mis USD 15,4 milliards dans Citigroup contre 10,1 % du capital ; KIA, KIC (Corée du Sud) et Temasek (Singapour) ont injecté USD 14,8 milliards dans Merrill Lynch.

Le solde a profité à des banques européennes. En Angleterre, Temasek, QIA (Qatar) et CIC (à travers la China Development Bank) ont pris plus de 15 % du capital de Barclays Bank. Temasek encore et ICD de Dubaï ont acquis plus de 20 % de Standard Chartered. En Suisse, GIC (Singapour) et SAMA (Arabie Saoudite) ont investi USD 11,5 milliards dans UBS et QIA a placé USD 0,5 milliard dans Crédit Suisse. En Allemagne, un fonds de Dubaï a acquis 2,2 % du capital de Deutsche Bank. En Italie, ce sont des fonds de Libye qui ont pris 4,2 % du capital d'Unicredit.

Cet engouement des fonds souverains pour le secteur financier s'explique par plusieurs raisons¹² :

- des émetteurs venus les solliciter dans le cadre de *road shows*¹³ ;
- des liquidités importantes disponibles ;
- un secteur attractif avec des taux de retour sur investissement à deux chiffres en 2006 (16,9 % dans l'Union européenne et 12,3 % aux États-Unis) ;
- un secteur régulé, alors perçu comme stable ;
- un secteur négativement corrélé au cours du pétrole, ce qui présente un intérêt en termes de diversification ;
- des prix historiquement bas : la dépréciation des actifs bancaires du fait de la crise des *subprimes* était intéressante pour des investisseurs recherchant des engagements de long terme ;

¹² Sources : Deutsche Bank Research (2008) ; J.P. Morgan (2008).

¹³ Séries de présentations par les dirigeants d'un émetteur auprès d'investisseurs potentiels, généralement dans le cadre du placement de titres de l'émetteur.

- ➔ des opportunités stratégiques : ces investissements ont posé les bases pour des liens d'affaires plus proches avec le secteur bancaire domestique ;
- ➔ des bénéfices de réputation : les décideurs politiques et le grand public ont reconnu la contribution importante que les fonds souverains ont apportée pour amoindrir les effets de la tourmente financière ;
- ➔ la possibilité de développer une influence sur la scène financière mondiale : les pays d'origine des fonds ont réalisé en quelques mois ce que des années de discussions politiques, de la création du G20 à la réforme des quotes-parts du FMI, n'avaient réussi qu'à ébaucher.

Toujours dans le secteur financier, certains fonds souverains ont beaucoup investi dans des fonds américains de *private equity*. C'est le cas des fonds chinois, qui ont souscrit pour des montants considérables au capital du fonds américain de *private equity* Blackstone (USD 3,3 milliards), JC Flowers (USD 4 milliards) et TPG (USD 2 milliards), ainsi que des fonds d'Abu Dhabi qui ont investi au capital de Carlyle et d'Apollo. Les fonds souverains GIC de Singapour et Future Fund d'Australie envisagent de prendre 10% du fonds européen de capital investissement Apax. Ces investissements leur permettent, d'une part, de bénéficier des compétences des gestionnaires familiers des marchés et des usages occidentaux et, d'autre part, d'éviter les barrières ou les réactions protectionnistes que pourraient susciter des prises de participations directes.

D'autres fonds souverains ont pris des participations significatives dans les bourses étrangères : ICD de Dubaï détient ainsi 19,9 % du Nasdaq et, avec QIA du Qatar, 35,7 % du London Stock Exchange.

5.2. Autres secteurs

En dehors du secteur financier, les fonds souverains investissent également dans l'immobilier. À titre d'exemple, un groupe

incluant les fonds du Koweït et du Qatar a acheté en juillet 2008 l'immeuble General Motors à New York pour USD 2,8 milliards ; un fonds souverain d'Abu Dhabi a acquis en août 2008 l'immeuble Chrysler, également situé à Manhattan, pour USD 800 millions. En France, des entités du Qatar contrôlées par QIA ont investi dans l'hôtel Royal Monceau et le centre d'affaires de l'avenue Kléber à Paris.

Le troisième secteur de prédilection des fonds souverains est l'énergie. Il représente 45 % des actions détenues par Khazanah (Malaisie) et près de 25 % de celles détenues par Temasek (Singapour). KIA (Koweït) et SAFE (Chine) sont présentes au capital de BP ; SAFE est également actionnaire de Total et de Shell (voir 21.2). Les groupes miniers BHP Billiton (Royaume-Uni) et sidérurgique Almatix (Allemagne) ont à leur capital respectivement le fonds du Qatar QIA et le fonds de Dubaï ICD.

Les autres investissements des fonds souverains se répartissent entre :

- la technologie : le fonds Mubadala d'Abu Dhabi détient près de 20 % du groupe de microprocesseurs Advanced Micro Devices-AMD ;
- l'automobile : Mubadala est chez Ferrari et Spyker Cars, Mumtalakat (Bahrein) détient 30 % de McLaren, ICD (Dubaï) et KIA (Koweït) sont au capital de Daimler, des fonds libyens sont présents chez Fiat ;
- le commerce de détail : QIA possède plus de 27 % de la chaîne britannique de supermarchés Sainsbury's ; ICD (Dubaï) a racheté 100 % des grands magasins de luxe Barneys New York et des centres commerciaux américains Loehmann ; GIC détient des centres commerciaux en Australie, en Italie, en Angleterre ;
- les services : les fonds du Golfe sont notamment présents dans le secteur du tourisme, des hôtels et des casinos (MGM Mirage, Travelodge, Kor Group, Métropole, Société des Bains de Mer, casinos et hôtels de Cannes) ;

→ la communication et les médias, avec des participations de fonds du Moyen-Orient dans Vivendi, Lagardère, Mediaset et TimeWarner.

Les fonds souverains évitent en revanche les secteurs réglementés et ne sont pas ou peu présents dans le secteur de la défense – en dehors de la participation de 3 % du fonds ICD de Dubaï dans EADS –, de la sécurité et, bien que dans une moindre mesure, des infrastructures.

Il convient également de noter la tendance de plusieurs fonds à prendre en compte des considérations éthiques et privilégier l'investissement socialement responsable, à l'instar du fonds norvégien qui a une politique très élaborée en la matière (voir 19).

Participations des fonds souverains dans les pays développés

Les tableaux ci-dessous recensent les participations significatives détenues par des fonds souverains dans les entreprises des pays développés, en distinguant selon qu'elles relèvent du secteur financier (tableau 2) ou non (tableau 3).

Ils indiquent l'entreprise concernée, son secteur d'activité, son pays d'établissement, la quotité du capital détenue, le montant de l'investissement en milliards de dollars US, le ou les fonds souverains acquéreurs et leur pays d'origine. La quotité du capital reflète les données disponibles début 2009 et peut être différente du pourcentage des droits de vote. Les tableaux mettent en évidence les investissements des fonds par secteur d'activité et, dans chaque secteur, par pays.

Lorsqu'un investissement a été réalisé par la filiale d'un fonds, nous avons indiqué le nom du fonds tête de groupe. Par exemple, nous avons mentionné le fonds ICD (Investment Corporation of Dubaï) pour les investissements réalisés en direct ou à travers ses filiales directes et indirectes, telles que Borse Dubaï, Dubaï Holding, Dubaï International Capital, Dubaï Group, Tatweer, Dubaï World, DP World et Istithmar.

Le tableau n'est pas exhaustif, en particulier pour les participations non cotées. Les participations peuvent avoir évolué ou avoir été cédées depuis les dernières données disponibles à la date de parution de l'ouvrage.


Tableau 2 : Institutions financières

Entreprise	Activité	Pays	% capital
Citigroup	Banque	États-Unis	5,2 %
Citigroup	Banque	États-Unis	4,9 %
Visa Inc.	Banque	États-Unis	1 %
Merrill-Lynch	Banque d'investissement	États-Unis	5,4 %
Merrill-Lynch	Banque d'investissement	États-Unis	
Morgan Stanley	Banque d'investissement	États-Unis	9,9 %
Perella Weinberg	Banque d'investissement	États-Unis	6 %
Commonwealth Bank of Australia	Banque	Australie	0,3 %
National Australia Bank	Banque	Australie	0,3 %
Australia and New Zealand Banking Group	Banque	Australie	0,3 %
UBS	Banque	Suisse	9 %
UBS	Banque	Suisse	2 %
Crédit Suisse	Banque	Suisse	2 %
Deutsche Bank	Banque	Allemagne	2,2 %
Unicredit	Banque	Italie	4,23 %
Marfin Investment Group Holdings	Banque d'investissement	Grèce	9,07 %
HSBC Holdings	Banque	RU	0,5 %
Barclays Bank	Banque	RU	3,1 %
Barcalys Bank	Banque	RU	8,9 % ¹⁴
Barclays Bank	Banque	RU	3,1 %

¹⁴ Barclays a annoncé le 31 octobre 2008 lever £7,3 milliards auprès de Qatar Holdings (fonds souverain du Qatar), de Challenger (le fonds du Premier ministre qatari) et de Cheikh Mansour Ben Zayed al-Nahyan, membre de la famille régnante d'Abu Dhabi, qui détiendront ensemble à terme plus de 30 % du capital de la banque britannique.

USD milliards	Date	Fonds souverain	Pays du fonds
7,9	2008	KIA/GIC	Koweït/Singapour
7,5	2007	ADIA	Abu Dhabi
0,2		SAFE	Chine
8,9	2008	KIA/KIC	Koweït/Corée
5,9	2007/2008	Temasek	Singapour
5	2007	CIC	Chine
		ICD/ Gulf Invest. Corp./ QIA	Pays du golfe Persique
0,2		SAFE	Chine
0,2		SAFE	Chine
0,2		SAFE	Chine
9,7	2007	GIC	Singapour
1,8		SAMA	Arabie Saoudite
0,5	2008	QIA	Qatar
1,4	2007	DIFC	Dubaï
	2008	LIA	Lybie
		ICD	Dubaï
			Dubaï
2	2007	Temasek	Singapour
3,5	2008	QIA	Qatar
3	2007	CIC	Chine

Entreprise	Activité	Pays	% capital
Standard Chartered	Banque	RU	19 %
Standard Chartered	Banque	RU	2,7 %
London Stock Exchange	Bourse	RU	15,1 %
London Stock Exchange	Bourse	RU	20,6 %
Nasdaq-OMX	Bourse	États-Unis	19,9 %
Euronext	Bourse	Pays-Bas	3,5 %
Hellenic Exchange	Bourse	Grèce	3 %
Apollo Management	Private equity	États-Unis	40 %
AP Alternative Assets	Private equity	États-Unis	40 %
Carlyle	Private equity	États-Unis	7,5 %
Blackstone	Private equity	États-Unis	9,9 % ¹⁵
JC Flowers	Private equity	États-Unis	80 %
TPG	Private equity	États-Unis	
Och Ziff	Hedge fund	États-Unis	51,4 %
Rosen Real Estate Securities	Hedge fund	États-Unis	
Aviva	Assurance	RU	0,97 %

Sources : Deutsche Bank Research (octobre 2008) ; SWF Institute (décembre 2008) ; BCE (juillet 2008) ; rapports annuels des sociétés ; articles de presse

Tableau 3 : Sociétés non financières

Entreprise	Activité	Pays	% capital
BP	Énergie	RU	2,5 %
BP	Énergie	RU	1 %
Total	Énergie	France	1,6 %
Royal Dutch Shell	Énergie	RU	0,9 %
BG Group	Gaz	RU	0,7 %

¹⁵ CIC a la faculté de porter sa participation à 12,5 % du capital de Blackstone.

USD milliards	Date	Fonds souverain	Pays du fonds
4	2006/2007	Temasek	Singapour
1		ICD	Dubaï
		QIA	Qatar
		ICD	Dubaï
		ICD	Dubaï
			Dubaï
			Dubaï
		ADIA	Abu Dhabi
		ADIA	Abu Dhabi
1,4	2007	Mubadala	Abu Dhabi
3,3	2007	CIC	Chine
4	2008	CIC	Chine
2,5	2008	SAFE	Chine
1,2	2008	ICD	Dubaï
0,3		GIC	Singapour
		SAFE	Chine

USD milliards	Date	Fonds souverain	Pays du fonds
	1986	KIA	Koweït
2		SAFE	Chine
2,8	2008	SAFE	Chine
		SAFE	Chine
		SAFE	Chine

Entreprise	Activité	Pays	% capital
BHP Billiton	Groupe minier	RU	
BHP Billiton	Groupe minier	RU	
Almatis	Sidérurgie	Allemagne	100 %
McLaren Group	Automobile	RU	30 %
Ferrari	Automobile	Italie	5 %
Spyker Cars	Automobile	PB	22,8 %
Daimler	Automobile	Allemagne	2 %
Daimler	Automobile	Allemagne	7 %
Fiat	Automobile	Italie	
Lease Plan	Location de véhicules	PB	25 %
EADS	Défense/Aérospatial	France	3,12 %
Mausser	Armes	Allemagne	100 %
Piaggio Aero Industries	Aéronautique	Italie	35 %
Advanced Micro Devices	Technologies	États-Unis	19,9 %
GEA Group	Technologies	Allemagne	7,9 %
Cegelec	Technologies	France	100 %
Vivendi	Communications/ loisirs	France	3 %
Time Warner	Communications/ médias	États-Unis	2,7 %
Mediaset SPA	Médias	Italie	2 %
Lagardère	Médias	France	6,5 % ¹⁶
MGM Mirage	Loisirs/hôtels/ casinos	États-Unis	9 %
Société des Bains de Mer	Hôtels/casinos	Monaco	2,45 %
Casino de Cannes	Hôtels/casinos	France	22,7 % ¹⁷
Kor Hotel Group	Hôtels	États-Unis	50 %
Travelodge	Hôtels	RU	100 %

¹⁶ 5 % des droits de vote.

¹⁷ QIA pourrait porter sa participation à 40 %.

USD milliards	Date	Fonds souverain	Pays du fonds
		ICD	Dubaï
		QIA	Qatar
	2007	ICD	Dubaï
	2007	Mumtalakat	Bahreïn
	2005	Mubadala	Abu Dhabi
	2005	Mubadala	Abu Dhabi
	2005	ICD	Dubaï
	1969	KIA	Koweït
		LIA	Libye
	2004	Mubadala	Abu Dhabi
0,8	2007	ICD	Dubaï
1,2		ICD	Dubaï
		Mubadala	Abu Dhabi
0,75	2007-2009	Mubadala	Abu Dhabi
		KIA	Koweït
	2008	QIA	Qatar
		ADIA	Abu Dhabi
		Istithmar	Dubaï
		ADIA	Abu Dhabi
		QIA	Qatar
5,1	2007-2009	ICD	Dubaï
		QIA	Qatar
	2008	QIA	Qatar
	2008	Mubadala	Abu Dhabi
		ICD	Dubaï

Entreprise	Activité	Pays	% capital
Metropole Hotel	Hôtels		100 %
ESPA International	Loisirs	RU	40 %
Hawks Town	Loisirs		100 %
Sainsbury's	Distribution	RU	27,3 %
Barneys New York	Distribution	États-Unis	100 %
Loehmann	Distribution	États-Unis	100 %
Myer Melbourne	Distribution	Australie	100 %
WestQuay Shopping Centre	Distribution	RU	50 %
Roma Est Shopping Centre	Distribution	Italie	50 %
Veolia	Environnement	France	1,5 %
Suez Environnement	Environnement	France	2,98 %
Sanofi Aventis	Pharmacie	France	1,1 %
Inchcape Shipping Services	Logistique maritime	RU	100 %
Alliance Medicale	Santé		100 %
Sony	Fabrication d'équipements	Japon	1 %
British Land	Immobilier	RU	3 %

Sources : SWF Institute (décembre 2008) ; BCE (juillet 2008).

6. Cadre institutionnel

Le cadre institutionnel des fonds souverains est souvent méconnu, en raison du manque de transparence caractérisant la plupart d'entre eux (voir 10.2). Toutefois, l'enquête diligentée mi-2008 sous l'égide du FMI auprès des fonds souverains (voir 16.1), à laquelle une vingtaine de fonds ont répondu sur une base volontaire et anonyme, permet de dégager les pratiques existantes des fonds les plus transparents quant à leur structure

USD milliards	Date	Fonds souverain	Pays du fonds
0,3		ICD	Dubaï
		ICD	Dubaï
0,8		GIC	Singapour
3,7		QIA	Qatar
0,9		ICD	Dubaï
		ICD	Dubaï
1		GIC	Singapour
0,6		GIC	Singapour
0,1		GIC	Singapour
		CIC	Chine
	2008	QIA	Qatar
		CIC	Chine
		ICD	Dubaï
1,2		ICD	Dubaï
0,5		ICD	Dubaï
0,3		GIC	Singapour

(6.1), leur gestion (6.2), leurs obligations en matière d'information (6.3) et leurs règles de responsabilité et d'éthique (6.4).

Ces pratiques tendent à garantir à la fois l'indépendance opérationnelle des fonds souverains vis-à-vis du pouvoir politique et leur obligation de rendre des comptes au gouvernement ou au public. Cet équilibre est atteint en confiant la gestion à la banque centrale ou en constituant une personnalité juridique distincte, tout en exigeant une information périodique au ministre des

Finances ou au Parlement et la publication de rapports financiers audités. Les pratiques existantes sont toutefois encore loin des recommandations publiées en la matière par le Groupe de travail international des fonds souverains (voir 16.2).

Nous aborderons enfin dans cette partie la délicate question du traitement fiscal des fonds souverains (6.5)

6.1. Structure

Les fonds souverains sont généralement institués par une loi spéciale ou par la loi de finances, voire dans certains cas par la Constitution. Sinon, ils sont constitués et régis par un règlement.

Le gouvernement est représenté dans les organes de direction des deux tiers des fonds ; dans la moitié des cas, ses représentants sont majoritaires.

Les actifs des fonds souverains peuvent être détenus directement par l'État (6.1.1.) ou indirectement à travers une personne morale (6.1.2.).

6.1.1. Ensemble d'actifs sans personnalité juridique

Les fonds souverains, pour environ la moitié d'entre eux, sont des ensembles d'actifs sans personnalité juridique distincte du gouvernement de leur État origine ou de sa banque centrale. C'est le cas des fonds de Norvège, d'Arabie Saoudite, d'Alberta au Canada, de Russie, du Chili et du Mexique.

Les fonds dépourvus de personnalité morale sont généralement placés sous le contrôle du ministère des Finances, qui définit la politique d'investissement. L'organe de direction peut ne comprendre que des membres du gouvernement. La gestion opérationnelle est assurée par la banque centrale ou une agence gouvernementale.

6.1.2. Personne morale distincte

Pour l'autre moitié, les fonds souverains sont organisés en tant que personnes morales distinctes du gouvernement et de la banque centrale. Certains sont des entités de droit public, comme KIC en Corée du Sud, KIA au Koweït, QIA au Qatar ou ADIA à Abu Dhabi (voir 18.1). D'autres sont des sociétés de droit privé, régies par le droit commun des sociétés ou des lois spéciales : c'est le cas des fonds CIC en Chine (voir 21.1), Temasek et GIC à Singapour (voir 20).

Les fonds dotés de la personnalité morale sont généralement dirigés par un conseil d'administration, comprenant en moyenne cinq à neuf membres, nommés par le ministre des Finances ou un autre membre du gouvernement, pour un terme d'au moins cinq ans. Il y a souvent des limites quant au nombre de membres du gouvernement pouvant siéger au conseil. Dans certains cas, les administrateurs peuvent être révoqués par le ministre des Finances si le mandat confié par le gouvernement n'est pas rempli de manière satisfaisante ou si les objectifs définis ne sont pas atteints. Dans d'autres cas, la révocation n'est autorisée que pour des motifs précis, tels l'incapacité ou une condamnation pénale, ce qui garantit davantage l'indépendance des membres du conseil par rapport au gouvernement.

Le conseil est parfois assisté de comités d'études, qui le conseillent en matière de stratégie d'investissement, d'audit et contrôle des risques, de contrôle de gestion, de rémunération et recrutement.

Le conseil est présidé par un président, choisi en son sein ou désigné par le ministre des Finances. Le président est chargé de mettre en œuvre la politique d'investissement définie par le conseil. Il est généralement entouré de dirigeants en charge de la stratégie, des opérations et des finances.

6.2. Gestion

La gestion des actifs des fonds souverains peut être faite en interne ou par des prestataires externes, selon la taille du fonds et les moyens humains et matériels dont le fonds dispose. Certains fonds ont des capacités internes importantes, comme la Norvège ou GIC (Singapour).

D'autres, comme la plupart des fonds du Moyen-Orient et ceux d'Australie et de Nouvelle-Zélande, confient la gestion de tout ou partie de leurs actifs à des gestionnaires extérieurs, en général occidentaux. Ils peuvent ainsi bénéficier de leur expertise, notamment pour intervenir sur les marchés occidentaux ou sur des instruments spécialisés, profiter de leurs systèmes d'information et de leurs capacités de recherche, ainsi que réaliser des économies d'échelle. Les dirigeants internes se concentrent alors sur la définition de l'allocation d'actifs, les fonctions de contrôle et la sélection des gérants. Les commissions de gestion peuvent être forfaitaires, variables en fonction de la performance ou une combinaison des deux.

6.3. Information financière

Les fonds sont généralement tenus de préparer leurs comptes selon un ensemble défini de normes comptables. Certains appliquent les normes IFRS¹⁸ ou des normes qu'ils considèrent équivalentes, ou les normes IPSAS¹⁹ qui tiennent compte des caractéristiques particulières du secteur public. D'autres se réfèrent aux normes comptables de leur pays d'origine (*national GAAP*). Les fonds dépourvus de personnalité morale établissent des comptes, qui peuvent être séparés ou inclus dans ceux du gouvernement, ou présentent les comptes de leur société de gestion.

¹⁸ International Financial Reporting Standards.

¹⁹ International Public Sector Accounting Standards.

Les comptes du fonds sont soumis à audit interne. Les audits externes, quand ils existent, sont le plus souvent réalisés par des firmes indépendantes et de réputation internationale, parfois par le ministre des Finances ou une agence gouvernementale.

La communication financière varie de manière importante selon les fonds. Dans les fonds sans personnalité juridique distincte, elle est généralement assurée par l'administration chargée de la gestion du fonds.

Les fonds dotés de la personnalité morale peuvent être tenus de publier un rapport annuel détaillé. Ce rapport comporte des informations sur le cadre juridique du fonds, sa gouvernance, ses objectifs, sa stratégie d'investissement, sa politique de contrôle des risques, ses comptes audités et des données sur sa rentabilité. En revanche, les fonds ne sont pas obligés de divulguer d'informations sur leur portefeuille. Certains vont néanmoins au-delà de leurs obligations légales en matière de transparence et communiquent la composition de leurs actifs, les procès-verbaux de leur conseil et leurs comptes non audités selon une périodicité plus importante que celle requise pour les comptes audités. Les fonds les plus transparents communiquent leur rapport annuel au parlement et le diffusent au public à travers leur site Internet.

6.4. Responsabilité et éthique

Les fonds souverains rendent compte de leur gestion soit à une commission de surveillance, soit au ministre des Finances ou un haut fonctionnaire désigné (président ou gouverneur de la banque centrale), soit directement au parlement. Celui-ci peut être amené à vérifier la réalisation des objectifs définis pour le fonds.

La plupart des fonds partagent des standards communs en matière de moralité et d'intégrité. Ils ont des règles similaires pour empêcher les abus de biens par des administrateurs, des dirigeants ou des employés. Ces règles couvrent également les opérations

d'initiés, les conflits d'intérêts, la politique de communication, les systèmes d'alerte et de contrôle de comportements non éthiques ou frauduleux. Elles sont incorporées dans un dispositif législatif ou dans un code de conduite adopté par le fonds.

Bien que la façon d'appliquer ces règles diffère d'un fonds à l'autre, on retrouve généralement le reporting financier, la communication des investissements sur une base régulière, l'interdiction des cadeaux (autres que les repas et les cadeaux symboliques) et l'existence d'un déontologue ou *compliance officer* chargé d'assurer la conformité avec les lois, règlements et usages applicables. Le partage des fonctions entre *front*, *middle* et *back-office* permet aussi de limiter le risque opérationnel, de même que la réconciliation des comptes, les audits internes et externes, et le recours à un dépositaire pour la détention physique des actifs gérés par le fonds.

6.5. Traitement fiscal

Les fonds souverains qui investissent en titres de dette, en actions ou dans des actifs immobiliers étrangers sont susceptibles de recevoir des intérêts, des dividendes, des revenus immobiliers et de réaliser des plus-values. La question qui se pose est de savoir si les fonds souverains sont taxés comme des investisseurs privés, ou s'ils sont susceptibles de bénéficier de l'immunité fiscale généralement reconnue aux États. Malgré l'abondance des investissements des fonds souverains à l'étranger, il n'existe quasiment pas de réglementation ou de doctrine sur le sujet.

Les investisseurs privés sont généralement imposés à la source dans le pays d'origine des revenus ou gains. Les conventions internationales visant à éliminer les doubles impositions, et éventuellement applicables entre l'État d'origine des revenus et l'État de résidence de l'investisseur, peuvent réduire les taux de retenue à la source prévus par le droit interne, voire exonérer le revenu ou le gain dans le pays d'origine.

Le traitement fiscal des revenus perçus par un fonds souverain à l'étranger dépend de chaque État, source des revenus, et n'est pas toujours clair ni uniforme. La France exonère les États étrangers et leurs agences d'impôt sur les dividendes et les plus-values, mais n'aborde pas spécifiquement le traitement fiscal des fonds souverains. Le Royaume-Uni applique l'immunité fiscale aux revenus perçus par les États étrangers dans le cadre de leurs fonctions gouvernementales, mais pas à leurs revenus de nature commerciale. L'Allemagne ne connaît pas de règles particulières applicables aux États étrangers ou aux fonds souverains et les impose comme des sociétés étrangères. Les États-Unis exonèrent d'impôts les revenus d'investissement et certaines plus-values immobilières perçus par des gouvernements étrangers, mais les règles divergent selon que le bénéficiaire fait partie intégrante du gouvernement ou est une entité contrôlée par le gouvernement.

Le traitement fiscal des fonds souverains varie donc, non seulement selon l'État d'origine des revenus, mais aussi selon la structure du fonds souverain. Un fonds sans personnalité juridique distincte du gouvernement ou de la banque centrale aura plus de chance de se voir appliquer le régime fiscal préférentiel accordé, le cas échéant, aux États, qu'un fonds doté de la personnalité morale et soumis au droit commun des sociétés privées (voir 6.1) ou qu'un fonds qui investit à travers une société commerciale.

Si le principe d'immunité ne s'applique pas, la question se pose de savoir si le fonds souverain est éligible au bénéfice de la convention fiscale internationale éventuellement conclue entre son État d'origine et l'État source des revenus. Elle est en cours d'examen par le Comité des affaires fiscales de l'OCDE. Il convient en outre de noter que certains pays d'origine des fonds, tels que l'Arabie Saoudite, les Émirats arabes unis ou le Koweït, ont conclu peu de conventions, de telle sorte que les fonds de ces pays ne peuvent prétendre réduire à ce titre leur imposition éventuelle à l'étranger. Pour les fonds appartenant à des États ayant conclu des traités fiscaux avec les pays dans lesquels ils ont investi, le bénéfice des dispositions conventionnelles dépendra des clauses particulières

du traité, de la structure du fonds, de celle de son investissement et de la nature des revenus perçus.

Enfin, il peut exister des accords particuliers entre un fonds souverain ou son État d'origine et un pays d'accueil, visant à définir le régime fiscal des revenus perçus par le fonds dans le pays d'accueil. Ces accords ou rescrits ne sont pas généralement pas rendus publics.

Les États désireux d'attirer les fonds souverains peuvent donc souhaiter renforcer la sécurité fiscale de ces derniers en clarifiant leur situation, voire renégocier certaines conventions fiscales.

7. Autres institutions financières

Les fonds souverains doivent être distingués des banques centrales (7.1), des fonds de pension (7.2), des entreprises publiques (7.3), des fonds alternatifs (7.4) et des fonds de capital investissement (7.5), bien qu'il y ait souvent des zones de recoupement entre ces institutions financières et les fonds souverains.

7.1. Banques centrales

Comme les fonds souverains, les banques centrales détiennent des réserves de change, mais dans un but différent. Elles sont chargées de conduire la politique monétaire et de favoriser la stabilité financière et des prix. Elles doivent pouvoir faire rapidement face aux variations de change ou injecter des liquidités sur le marché bancaire, comme elles l'ont fait à l'automne 2008. Dans ce but, elles recherchent la sécurité et la liquidité, ce qui les conduit à investir principalement en titres monétaires, en instruments de dettes publiques (bons du Trésor, notamment américains, obligations d'État) et dans les métaux précieux, tels que l'or.

À l'inverse, les fonds souverains ont un horizon d'investissement beaucoup plus lointain et sont censés améliorer la rentabilité des avoirs de réserves pour la partie excédant les besoins de la politique monétaire. Moins sensibles que les banques centrales aux fluctuations à court terme, ils investissent dans des actifs moins liquides et plus risqués (obligations *corporate*, actions, immobilier, produits alternatifs) (voir 4). Les banques centrales devraient d'ailleurs, dans un objectif d'optimisation du rendement, être amenées à transférer leurs excédents de réserves aux fonds souverains (voir 8.5).

Ces différences identifiées, la ligne de démarcation n'est pas toujours aussi claire. Certains fonds souverains n'ont pas de personnalité juridique distincte de la banque centrale de leur État, qui est alors chargée de leur gestion. C'est le cas de Norges Bank en Norvège ou de SAMA en Arabie Saoudite. Il n'y a alors pas toujours une séparation stricte entre les actifs du fonds et les réserves officielles. À l'inverse, certains fonds gèrent les réserves des banques centrales : c'est le cas de GIC à Singapour (voir 20.2) et de KIC en Corée du Sud.

Par ailleurs, les fonds souverains répondant à des objectifs de stabilisation des revenus issus des matières premières privilégient les placements sûrs et liquides, à l'instar des banques centrales (voir 3.1). À l'opposé, certaines banques centrales ont adopté des stratégies d'investissement actives, proches de celles des fonds souverains. Ainsi, SAFE, organisme gestionnaire des réserves de la banque centrale chinoise, se positionne parfois en concurrente du fonds souverain chinois CIC et a acquis un certain nombre de participations stratégiques (voir 21.2).

7.2. Fonds de pension

Les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels qui gèrent les sommes qui leur sont versées par les travailleurs pour leur assurer une rente viagère après leur départ en retraite. Ils

constituent un système de retraite par capitalisation qui vient compléter, le cas échéant, les systèmes de retraite par répartition. Ils sont alimentés par les cotisations des salariés, souvent complétées par celles de l'entreprise. Dans les pays anglo-saxons, ces cotisations sont obligatoires ; dans d'autres, elles sont volontaires. Les fonds de pension représentent un des acteurs les plus importants de la scène financière internationale, avec USD 16 900 milliards d'actifs sous gestion en 2006-2007²⁰.

Les fonds de pension présentent cinq caractéristiques qui les distinguent des fonds souverains, y compris de ceux qui ont pour objet le financement des retraites (voir 3.3). Ils tirent leurs ressources de cotisations, alors que celles des fonds souverains proviennent des excédents commerciaux ou budgétaires (voir 2). Ils détiennent des capitaux dans leur monnaie locale, tandis que les fonds souverains gèrent des devises. Ils sont soumis à des engagements explicites qui impliquent un flux de paiements futurs (les retraites), alors que les fonds souverains n'ont pas d'obligations financières déterminées. Ils rendent compte *in fine* aux bénéficiaires des pensions, alors que les fonds souverains sont sous le contrôle du gouvernement ou du parlement.

Enfin, pour financer les rentes des futurs retraités, les fonds de pension visent principalement à répliquer la performance d'un indice de marché dans le but de préserver leur solvabilité et de protéger la valeur de leur capital. Ils recherchent les placements sûrs (tels que les obligations à taux fixe) situés dans leur pays d'origine. À l'inverse, les fonds souverains investissent essentiellement hors de leurs frontières et dans des actifs risqués. Il convient toutefois d'être ici plus nuancé : les fonds de pension investissent de plus en plus à l'étranger et dans des actifs diversifiés ; les fonds souverains qui se comportent comme des gestionnaires de portefeuille et adoptent une approche purement financière, tels que celui de la

²⁰ Source : Deutsche Bank Research (2008).

Norvège, se rapprochent de la stratégie d'investissement des fonds de pension comme CALPERS²¹ en Californie.

7.3. Entreprises publiques

Les entreprises publiques sont contrôlées par le gouvernement et ont pour objet principal de produire des biens ou de fournir des services. Elles sont en particulier présentes dans les services publics et les infrastructures, notamment dans les secteurs de l'énergie, des transports et des télécommunications. À titre d'exemple, citons le géant russe Gazprom, doté de pouvoirs et de responsabilités considérables, CNOOC en Chine ou TAQA à Abu Dhabi, tous dans le domaine de l'énergie.

Les fonds souverains sont également contrôlés par le gouvernement, mais ont pour objet de placer des capitaux et de réaliser des investissements. Ce sont donc des véhicules financiers, tandis que les entreprises publiques sont opérationnelles.

Si l'on voit bien la différence d'objet entre ces deux types d'entités, la réalité pratique peut être vécue de la même manière par une société cible dans laquelle une entreprise publique ou un fonds souverain prend une participation. Pour cette société, il s'agit dans les deux cas de capitaux en provenance d'un État étranger.

Les politiques et les médias tendent d'ailleurs à les assimiler si l'on en juge par les polémiques soulevées en 2005-2006 par l'entrée de la banque publique russe VTB dans le capital d'EADS et par les tentatives de rachat de la société américaine Unocal par CNOOC et du groupe britannique Centrica par Gazprom : ces opérations ont suscité des réactions protectionnistes à l'encontre

²¹ California Public Employees Retirement System.

de l'ensemble des investisseurs publics étrangers, qu'il s'agisse d'entreprises d'État ou de fonds souverains (voir chapitre 3).

7.4. Fonds alternatifs

Les fonds alternatifs ou spéculatifs (*hedge funds*) sont des fonds d'investissement privés recherchant une performance absolue, c'est-à-dire indépendante des indices boursiers, et utilisant une large gamme de techniques et d'instruments financiers, comme la vente à découvert, les produits dérivés, l'effet de levier ou l'arbitrage.

Si les *hedge funds* comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des États. Les gérants de *hedge funds* investissent à titre personnel dans les fonds qu'ils gèrent, ce qui n'est pas le cas chez les fonds souverains. En outre, les mécanismes de couverture et l'endettement jouent un rôle prépondérant dans la stratégie des *hedge funds*, mais marginal chez les fonds souverains qui recherchent souvent davantage une performance relative à un indice de référence. Enfin, les *hedge funds* poursuivent des stratégies opportunistes et cherchent à tirer parti des fluctuations du marché, alors que les fonds souverains sont des investisseurs de long terme.

Ceci étant dit, les *hedge funds* ont parfois des fonds souverains dans leur tour de table. Tel est le cas de Och Ziff, contrôlé à plus de 50 % par ICD de Dubaï.

7.5. Fonds de capital investissement

Les fonds de capital investissement ou de *private equity* sont des fonds d'investissement privés investissant au capital de sociétés non cotées et ayant recours à l'effet de levier. Ils sont le plus

souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention et les stades de maturité de la société cible : les fonds de capital-risque financent le démarrage de nouvelles entreprises, les fonds de capital développement financent leur expansion, les fonds de capital transmission ou de LBO (*leverage buy out*) accompagnent leur cession, les fonds de retournement participent à leur redressement lorsqu'elles sont en difficulté.

Si les fonds de *private equity* comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des États. Les fonds de *private equity* sont focalisés sur le rendement et visent un taux de retour sur investissement de 15 % à 25 % ; les fonds souverains quant à eux sont davantage centrés sur la préservation et la diversification de leur patrimoine avec des rendements compris entre 5 % et 15 %.

Les fonds de *private equity* cherchent à minimiser le montant des capitaux propres investis et financent une partie importante de leurs acquisitions par la dette, ce qui n'est pas le cas des fonds souverains qui peuvent se permettre d'investir des montants importants en fonds propres. Les fonds de *private equity* investissent dans des titres de capital et non cotés, alors que les fonds souverains achètent des titres de capital et de dette, principalement cotés.

En outre, les fonds de *private equity* prennent souvent le contrôle des entreprises dans lesquelles ils investissent et s'impliquent dans leur stratégie ; les fonds souverains prennent généralement des participations minoritaires et ne sont pas représentés dans les organes de la société. Enfin, les fonds de *private equity* doivent désinvestir dans les trois à six ans, alors que les fonds souverains ont une optique d'investissement plus longue et pas d'engagement de rachat de leurs parts ou de liquidation du fonds.

Les différences peuvent toutefois ne pas être aussi nettes. Ainsi, les fonds souverains sont parfois investisseurs dans des fonds de *private equity*. C'est le cas des fonds de Chine et des

Émirats Arabes Unis, qui détiennent des participations dans les fonds américains de capital investissement Apollo, Carlyle, Blackstone, JC Flowers et TPG (voir 5). Plus exceptionnellement, les fonds souverains investissent directement dans des entreprises non cotées, voire en prennent le contrôle. C'est le cas par exemple du fonds souverain du Qatar qui a acquis la totalité du capital de la société française non cotée d'ingénierie électrique Cegelec (voir 13.1).

Finance islamique²²

La finance islamique désigne un ensemble d'instruments financiers conformes à la charia. Dérivée du Coran, de la *sunna* (parole du Prophète) et de leurs règles d'interprétation (*Fiqh*), la charia régit non seulement la vie religieuse, mais aussi l'activité économique, politique et sociale des musulmans.

La finance islamique est née dans les années 1970 et connaît une croissance importante depuis les années 2000, principalement en raison de l'abondance dans les pays musulmans des liquidités liées aux exportations de pétrole ou de produits manufacturés.

À la différence de la finance conventionnelle, la finance islamique n'est pas uniquement fondée sur la recherche du profit, mais aussi sur le respect de principes éthiques et moraux. Elle encourage l'économie productive et prend en compte l'intérêt général et le bien commun au-delà de l'intérêt individuel, la dimension spirituelle et morale au-delà des besoins matériels.

Principes de la charia

La charia introduit dans la finance les notions d'équité et de responsabilité. Une opération financière est conçue comme un investissement et les parties doivent en partager les risques et les profits : le financier est un investisseur qui doit étudier la viabilité du projet et suivre sa réalisation ; l'emprunteur est un entrepreneur qui doit être performant pour être financé. Il ne s'agit donc pas d'une relation banquier/déposant ou prêteur/débiteur, mais d'un échange, un partenariat dans lequel chacune des parties a un rôle actif à jouer. La rémunération doit être liée à un risque et à la finalité de l'investissement, la création de richesse doit être associée à un travail ; il ne doit pas y avoir exploitation d'une partie par l'autre.

²² Sources : Paris Europlace ; Laramée.

Il en découle plusieurs règles :

- l'intérêt (*riba*), usuraire ou non, est prohibé, en ce qu'il constitue un rendement uniquement basé sur l'écoulement du temps, non justifié par une prise de risque ou une activité; dès lors, le contrat de dette classique est exclu de la finance islamique, de même que les investissements dans des titres à revenu fixe;
- la thésaurisation est interdite, car elle détourne l'argent des activités productives;
- toute opération financière doit être adossée à un actif réel.

En outre, la charia, si elle encourage la prise de risque, condamne le hasard (*gharar*). La spéculation (*maysir*) est ainsi interdite, de même que les contrats qui dépendent d'un événement futur imprévisible. Les produits dérivés, tels que les contrats à terme et les options, n'existent donc pas en finance islamique.

Enfin, la finance islamique prohibe les investissements dans des activités illicites (*haram*) telles que les jeux, l'alcool et les armes, mais aussi dans les sociétés qui contreviennent aux principes de la charia, telles que les sociétés fortement endettées.

Activités

L'ensemble du marché islamique était estimé à USD 700 milliards en 2008 et pourrait représenter USD 1 300 milliards en 2020. Il est dominé par les pays du golfe Persique et d'Asie du Sud-Est. Les deux principaux centres en sont l'Arabie Saoudite, qui a une vision conservatrice de l'Islam, et la Malaisie, qui en a une pratique plus souple et joue un rôle moteur dans le développement de produits islamiques innovants.

La crise économique de 2008 et la baisse du prix du baril de pétrole peuvent conduire à un ralentissement de la finance islamique, mais aussi représenter une opportunité. En effet, la finance islamique bannit l'endettement, la spéculation, la titrisation, la course à la rentabilité à court terme, lesquels ont conduit à la crise. Au contraire, elle prône le financement de l'économie productive, la corrélation entre la sphère financière et l'économie réelle, le placement en actions, le partage des risques, le suivi par les banques de leurs investissements. Elle pourrait donc constituer un mode de financement alternatif à la finance conventionnelle.

Instruments

Le *mourabaha* est le plus utilisé des instruments de financement. Il s'agit d'une opération de vente à crédit, par laquelle la banque achète un bien pour le compte d'un client et le lui revend à un prix fixé d'avance, correspondant au prix d'achat du bien majoré d'une commission. Si cette

opération se rapproche économiquement d'un emprunt, la banque ne reçoit pas un intérêt, mais une rémunération pour service rendu, et l'opération est adossée à un actif réel dont la banque assume les risques.

Le financement de type obligataire se développe par l'émission de *sukuk*. Les *sukuk* sont adossés à des actifs tangibles et rémunérés en fonction de la performance de ces actifs. Leur encours total s'élevait à USD 100 milliards environ en 2008. Ils sont principalement émis par des acteurs privés ou publics des pays du golfe Persique et de Malaisie, mais aussi par certains États non musulmans, comme l'Allemagne, le Royaume-Uni ou le Japon, désireux d'attirer les capitaux des investisseurs musulmans.

La France a pour le moment renoncé à procéder à une telle émission, en raison de son coût lié au rendement attendu par les investisseurs. L'Autorité des marchés financiers (AMF) française a publié en juillet 2008 une recommandation sur l'admission des *sukuk* à la Bourse de Paris. Le ministère de l'Économie a adopté début 2009 des mesures fiscales en faveur de la finance islamique, qui précisent le régime fiscal des *sukuk* et des *murabaha*.

Les principaux instruments de financement en fonds propres, ou instruments participatifs, sont la *moudarabah* et la *moucharakah*. Dans le premier, l'investisseur apporte le capital, tandis que l'entrepreneur assure la gestion, comme dans une commandite ; les bénéfices sont partagés selon une répartition convenue, les pertes sont supportées par l'investisseur. Dans le second, les deux parties investissent ensemble et partagent les bénéfices et les pertes proportionnellement au capital investi, comme dans une joint-venture.

Enfin, les instruments d'assurance ou *takaful* fonctionnent selon un système de mutuelle, dans lequel les assurés apportent les fonds nécessaires à la couverture des risques, sont propriétaires de ces fonds (gérés par la compagnie de *takaful*) et bénéficiaires des prestations en cas de sinistre.

Il existe de nombreux autres produits financiers islamiques, tels que l'*ijara*, proche de la location-vente et adaptée au financement d'actifs, l'*istisna'a*, sorte de vente à terme permettant les financements de constructions, ou le *salam*, qui remplace les produits dérivés.

Conseils de supervision

Si les textes sacrés indiquent les principes généraux à respecter, leur application pratique donne lieu à une jurisprudence abondante et diverse. La conformité d'un mécanisme financier à la charia ne dépend donc pas de règles précises et stables, et doit être laissée à l'appréciation de spécialistes de l'Islam, *muftis* et *ulema*. Toute institution financière islamique doit ainsi être dotée d'un Conseil de supervision de la charia

(*Shariah Board*). Ses membres, qui délivrent des *fatwa* (opinions juridiques basées sur la charia), doivent non seulement avoir une connaissance approfondie de la religion, mais aussi maîtriser la finance et l'ingénierie financière et parler anglais.

La finance islamique est à cet égard confrontée à un double défi : d'une part, il y a très peu de spécialistes au monde capables d'exercer ce rôle ; d'autre part, les divergences d'interprétation sont nombreuses entre les différentes écoles de pensée de l'Islam et entre les membres des Conseils de supervision, ce qui conduit à une grande hétérogénéité des décisions et un manque de sécurité juridique.

Plusieurs initiatives ont été prises pour lutter contre ces difficultés. La Malaisie a créé un Comité de supervision central, rattaché à la banque centrale, qui édicte des normes communes. Des organismes, tels que l'AAOIFI²³ en matière comptable, standardisent les concepts de charia. Dow Jones, Standard & Poors et FTSE ont développé des indices *Shariah compliant*, composés par exemple d'actions de sociétés n'ayant pas d'activités illicites et dont le ratio d'endettement n'excède pas un certain seuil.

Par ailleurs, la carence en spécialistes de la charia et de la finance oblige ces derniers à siéger dans plusieurs Conseils de supervision à la fois, ce qui favorise une certaine harmonisation des décisions. Cette situation conduit toutefois à des engorgements, ne permet pas d'éviter les conflits d'intérêts et limite l'innovation.

Fonds souverains

Il existe un certain nombre de points communs entre la finance islamique et les fonds souverains : de nombreux fonds souverains sont originaires de pays musulmans ; finance islamique et fonds souverains existent depuis plusieurs décennies, se sont considérablement développés en même temps (années 2000) et à la faveur des mêmes phénomènes (augmentation du prix du pétrole et croissance de l'épargne) ; ils sont caractérisés par une extrême diversité et une certaine opacité ; ils ont un potentiel de développement important ; ils s'engagent sur le long terme et n'utilisent pas (ou peu) la dette. Certains fonds souverains suivent également des critères d'investissement éthiques qui les détournent des activités condamnées par la charia.

Malgré ces analogies, les fonds souverains font peu de placements islamiques : la finance islamique offre peu de produits adaptés, que ce soit par leur nature ou par leur taille, aux investissements des fonds souverains, lesquels sont par ailleurs dotés de fonds propres abondants. Le

23 Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institutions.

développement des *sukuk* donnera peut-être lieu à de nouvelles opportunités d'investissement pour les fonds souverains.

Quelques opérations sont néanmoins financées par des instruments islamiques. Qatari Diar, une des branches de QIA, a ainsi financé sa prise de participation dans Suez Environnement grâce à un *murabaha* de EUR 250 millions et une acquisition d'immeubles près de Londres par un *murabaha* de US 2 milliards syndiqué auprès de banques islamiques et conventionnelles. En revanche, les principes de la charia n'ont pas empêché Qatari Diar en 2008 d'acquérir une participation significative dans des établissements de jeux situés à Cannes, en France, ni de tenter d'acquérir plus de 30 % du capital de la Société des Bains de Mer, entreprise monégasque exploitant notamment des casinos, dont il détient déjà 2,45 %.

⌘ Chapitre 2 ⌘

Enjeux économiques et stratégiques

La montée en puissance des fonds souverains et leur contrôle par l'État inquiètent : ils auraient des visées « impérialistes » et seraient en position de s'emparer des fleurons de l'économie occidentale ; « ADIA pourrait s'offrir Total, AXA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Bouygues, L'Oréal, Michelin, Danone et LVMH réunis » ; l'empire du Milieu pourrait « coloniser » l'Amérique ; les banques tomber sous le « contrôle des communistes et des terroristes ».

Ces phrases alarmistes doivent être tempérées. Nous allons faire le point sur ce qu'il en est réellement de la puissance financière des fonds souverains (8) et des incidences économiques de leurs activités (9), puis nous analyserons les conséquences de leur souveraineté (10) sur les motivations qui peuvent les animer (11).

Quant au débat, intéressant, sur le point de savoir si les fonds souverains constituent une forme de « nationalisation rampante étrangère » et marquent le retour du « capitalisme d'État » après des années de dérégulation et de privatisation, susceptible de déséquilibrer l'économie de marché et de porter atteinte à la concurrence, il a été singulièrement remis en perspective par les interventions gigantesques des États à la suite du choc financier de septembre 2008 et ne sera pas davantage examiné dans le cadre de cet ouvrage.

8. Puissance financière

Si la richesse actuelle des fonds souverains est relative (8.1), elle est appelée à croître sur le long terme (8.2), principalement en raison de la hausse tendancielle du prix des matières premières (8.3), de l'accumulation des excédents commerciaux dans les pays asiatiques (8.4) et du transfert des réserves des banques centrales vers les fonds souverains (8.5).

8.1. Richesse relative

Les fonds souverains constituent une catégorie importante d'investisseurs avec un montant d'actifs sous gestion compris entre USD 3 000 et 4 000 milliards. C'est beaucoup en terme absolu, mais peu relativement à l'univers financier.

Certes, les avoirs des fonds souverains sont supérieurs à ceux des fonds de capital investissement et des fonds de gestion alternative (ensemble USD 2 800 milliards), mais ceux-ci ont néanmoins des capacités d'investissement supérieures du fait de l'effet de levier auquel ils ont recours.

Par ailleurs, les avoirs des fonds souverains sont moindres que ceux de toutes les autres catégories d'investisseurs, à savoir, par ordre d'importance, les compagnies d'assurance (USD 16 000 milliards), les fonds de pension (USD 16 900 milliards), les OPCVM (USD 26 200 milliards), les grosses fortunes (*high net worth individuals* ou *HNWI*) (USD 40 700 milliards) et les banques (USD 74 400 milliards) (chiffres 2006-2007)¹.

¹ Source : Deutsche Bank Research (2008).

Toujours à titre de comparaison, les réserves d'or sont évaluées à USD 5 100 milliards, le PIB mondial à USD 48 400 milliards, la capitalisation boursière mondiale à USD 50 800 milliards et les actifs financiers globaux² à USD 190 000 milliards (chiffres 2006-2007)³.

Les fonds souverains ont participé à des investissements totalisant USD 73 milliards en 2007, à comparer aux USD 900 milliards de flux de capitaux privés à destination des États émergents pendant la même période⁴.

Enfin, la crise de 2008 aurait fait perdre aux fonds souverains près de 25 % de leur valeur, soit entre USD 750 et 1 000 milliards, avec des pertes d'environ 40 % sur les actions, 36 % sur l'immobilier et 23 % sur le *private equity*, alors que les titres à revenu fixe n'ont rapporté que 2 %⁵. Les rentrées 2008, estimées à un montant compris entre USD 300 et 500 milliards, ont toutefois été exceptionnelles, principalement en raison de la hausse du prix du pétrole au premier semestre. Si elles ont été insuffisantes pour compenser les pertes en totalité, elles ont permis de limiter la diminution de la valeur du portefeuille des fonds souverains à un montant net compris entre USD 250 et 700 milliards, soit une baisse de 8 à 17,5 %.

Même si leur richesse est relative, les fonds souverains disposent d'une capacité d'investissement bien supérieure aux acteurs publics occidentaux et peu de pays possèdent des liquidités aussi importantes et rapidement mobilisables.

² Actions, obligations, actifs bancaires.

³ Source : Deutsche Bank Research (2008).

⁴ Source : Deutsche Bank Research (2008).

⁵ Source: J.P. Morgan (novembre 2008).

8.2. Croissance exponentielle

Loin d'être un phénomène passager, le rôle des fonds souverains dans l'économie internationale est une donnée structurelle, dont l'importance va croître dans l'horizon prévisible, même si la crise va ralentir cette croissance.

L'observation du passé montre que le volume des actifs gérés par les fonds souverains a augmenté de USD 500 milliards en 1995 à USD 4 000 milliards en 2008. Leurs actifs se sont accrus de plus de 13 % par an depuis 1999 et de USD 450 milliards entre mi-2007 et mi-2008, soit 14 % de hausse sur l'année⁶. Il y avait une trentaine de fonds souverains avant 2000, on en dénombre soixante-quinze en 2008, dont vingt-quatre créés depuis 2005.

Les projets en cours confirment la tendance à la hausse. La Corée du Sud a annoncé qu'elle allait doubler d'ici 2010 la taille de son fonds souverain KIC, qui gère USD 20 milliards. Le Brésil a lancé début 2009 un fonds souverain de USD 6 milliards, dont la taille pourrait atteindre USD 200 à 300 milliards entre 2011 et 2013 compte tenu de la découverte de réserves de pétrole dans le pays. La création de nouveaux fonds est envisagée à Taïwan pour USD 62 milliards, en Thaïlande pour USD 10 milliards, au Japon pour USD 10 milliards⁷, en Inde pour USD 5 milliards, ainsi qu'en Indonésie, en Bolivie, au Venezuela, au Nigeria et au Canada. La Nouvelle-Zélande anticipe que son fonds atteindra NZD 109 milliards (soit environ USD 57 milliards) en 2025.

Les projections futures montrent que les actifs des fonds souverains devraient continuer à progresser de 15 % par an et pourraient atteindre entre USD 10 000 et 12 000 milliards d'ici 2015

⁶ Source : Deutsche Bank Research (2008).

⁷ Le Japon dispose par ailleurs depuis 1959 d'un fonds de pension public, le Government Pension Investment Fund, gérant USD 1 217 milliards fin 2006 (source : OCDE).

selon les estimations⁸. Ils pourraient ainsi détenir ensemble d'ici cinq ans 5,5 % du capital des huit mille plus grandes entreprises mondiales cotées en bourse⁹.

Ces projections doivent toutefois être maniées avec prudence : elles reposent sur un certain nombre d'hypothèses quant à la taille existante de certains fonds (notamment ceux d'Arabie Saoudite et des Émirats arabes unis), l'évolution du prix du pétrole et de la balance des paiements des pays concernés, la croissance économique globale, les conditions de change, le montant des excédents commerciaux affectés aux fonds souverains plutôt qu'aux banques centrales, le rendement annuel du portefeuille des fonds, l'environnement géopolitique de leurs régions d'origine (voir 10.3).

De fait, la crise de l'automne 2008, la chute des prix du pétrole et la récession qui s'en sont suivies, font d'ores et déjà revoir ces estimations à la baisse : le rendement annuel du portefeuille des fonds souverains pourrait être réduit à 5,4 % et leurs actifs pourraient n'atteindre que USD 5 milliards en 2012¹⁰.

Si l'ampleur de la progression des ressources des fonds souverains dépend de nombreux facteurs impossibles à évaluer avec certitude, ces ressources devraient néanmoins continuer à croître sur le long terme. En effet, les fonds souverains sont le résultat de trois tendances lourdes du système économique international, examinées ci-dessous. Il convient également de citer deux autres raisons au développement probable des fonds d'État.

Tout d'abord, la capitalisation des revenus tirés du portefeuille existant. Le placement du montant des produits financiers résultant des investissements peut constituer des sommes importantes.

8 Sources : Deutsche Bank Research (2008) ; Morgan Stanley Research (2007).

9 Source : State Street (2008).

10 J.P. Morgan (2008).

Ainsi, le rendement des avoirs à long terme du fonds koweïtien KIA a représenté 30 % des revenus des exportations pétrolières du Koweït en 2007.

La seconde raison est la continuité entre les différentes formes d'investissement public : les gouvernements peuvent réallouer des ressources entre les banques centrales, les fonds souverains, les fonds de pension publics et les grandes entreprises d'État ou co-investir avec des particuliers fortunés membres ou proches des familles régnautes.

8.3. Hausse du prix des matières premières

Les exportations d'hydrocarbures vont demeurer pour longtemps une ressource financière substantielle des pays exportateurs et de leurs fonds souverains. En effet, le prix du pétrole, qui est le prix directeur de l'énergie, est appelé à augmenter à terme pour au moins trois raisons.

Tout d'abord, le pétrole est de plus en plus onéreux à extraire : les gisements les plus faciles à exploiter ont déjà été trouvés, les réserves sont plus compliquées à renouveler. Avec le développement de projets complexes, comme l'exploitation des sables bitumeux au Canada, le coût de production a fortement augmenté.

Ensuite, les capacités de production sont proches de la saturation et l'offre est appelée à plafonner : l'OPEP¹¹ n'a plus les capacités excédentaires pour répondre en temps réel aux besoins des consommateurs et enrayer la hausse des prix.

Enfin, la demande est tirée par les pays émergents : malgré le ralentissement économique, la Chine, l'Inde et le Moyen-Orient, qui sont les principaux moteurs de la demande mondiale,

¹¹ Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP).

augmentent leur consommation ; ainsi, celle de la Chine devrait tripler d'ici 2020.

Après une longue période d'énergie abondante, l'énergie devrait donc être plus chère sur le long terme.

8.4. Accumulation des excédents commerciaux en Asie

La plupart des pays émergents d'Asie devraient conserver leur compétitivité dans des marchés importants de biens et services et se positionner favorablement sur de nouveaux secteurs et de nouveaux débouchés (Inde et Brésil notamment). Le bas niveau des coûts de production, le soutien du dollar américain par la banque centrale de Chine pour éviter la montée du yuan, la propension des populations à épargner plus qu'elles ne consomment devraient se maintenir. En conséquence, les exportations devraient continuer à tirer la croissance de ces pays et leurs balances commerciales à être excédentaires.

Toutefois, l'accumulation des réserves de change se ralentirait si les gouvernements concernés acceptaient une appréciation de leurs monnaies contre le dollar pour refléter leur pouvoir d'achat réel. Tel serait en particulier le cas si la Chine décidait de réévaluer le yuan et permettre aux exportateurs de facturer directement en yuan plutôt qu'en devises.

8.5. Transfert des réserves des banques centrales

Comme nous l'avons vu, certaines économies émergentes ont accumulé des réserves de change considérables grâce aux exportations ou aux surplus budgétaires (voir 2). À fin 2007, le montant des

réserves officielles détenues par les banques centrales s'élevait à USD 6 400 milliards, dont 46 % par les pays asiatiques¹² ; les réserves de la Banque de Chine atteignaient USD 1 950 milliards fin 2008.

Les réserves officielles progressent au fur et à mesure : de 11 % entre 1987 et 2007, 15 % entre 1997 et 2002, 22 % entre 2002 et 2007. Les excédents des paiements courants en Asie représentent environ USD 400 milliards par an¹³. Compte tenu des prévisions de hausse du prix des matières premières et d'accumulation des excédents commerciaux, la croissance des réserves devrait continuer à se poursuivre sur le moyen à long terme.

Or, seule une partie de ces réserves est nécessaire pour faire face aux besoins de liquidité et permettre aux banques centrales d'assurer leur mission. Selon une règle communément admise, le niveau minimum de réserves requis est celui qui permet au pays de régler la valeur de trois mois d'importations ou de rembourser sa dette extérieure à court terme¹⁴.

Les estimations chiffrent les réserves officielles de la Chine à quatre fois et demi sa dette extérieure à court terme, celles de Taïwan à deux fois et demi sa dette, celles de la Corée du Sud à une fois et demi, celles de l'Inde à sept fois. Les excédents de réserves des pays émergents d'Asie et des pays exportateurs de pétrole sont estimés à plus de USD 3 000 milliards, soit près de la moitié des réserves officielles de change.

Or la détention d'excédents de réserves par les banques centrales engendre un coût d'opportunité. En effet, dans un objectif de sécurité et de liquidité, les réserves officielles sont généralement investies en titres de dettes souveraines (bons du Trésor, obligations d'État), qui ont un rendement faible, alors que des

¹² Source : Deutsche Bank Research (2008).

¹³ Source : Deutsche Bank Research (2008).

¹⁴ Dont l'échéance se situe à moins d'un an.

investissements plus diversifiés sont susceptibles de générer des rendements supérieurs (voir 7.1). Un calcul approximatif montre que les pays émergents ont ainsi perdu, en 2006, environ USD 80 milliards de revenus d'investissement.

En confiant leurs réserves à des fonds souverains qui peuvent investir dans des instruments plus risqués et moins liquides, les pays concernés visent des rendements plus élevés (voir 3.4). Ils devraient donc avoir tendance à placer leurs nouvelles réserves de change dans des fonds souverains, voire à transférer vers ces fonds une partie des réserves existantes de leur banque centrale. Il y a donc là un potentiel de développement considérable pour les fonds dont le volume pourrait dépasser la taille des réserves officielles mondiales avant 2011¹⁵.

Ce sont d'ailleurs de telles considérations qui avaient conduit la Chine à annoncer qu'elle pourrait abonder tous les ans son fonds souverain CIC d'un montant égal au surplus de son compte courant, ce qui représenterait à court terme environ USD 300 milliards par an. La crise et les pertes subies par CIC dans le secteur financier ont toutefois conduit les autorités à reporter ce projet.

9. Incidences sur l'économie mondiale

L'affirmation des fonds souverains en tant qu'acteurs de la finance globalisée illustre le basculement des rapports de force économique au bénéfice des pays émergents exportateurs et reflète la pénétration plus forte des économies développées par ces pays. Elle témoigne aussi de la modification des rapports de propriété dans le monde : les pays émergents ne sont plus seulement les créanciers des pays occidentaux, mais accèdent au statut de propriétaires d'actifs.

¹⁵ Source : Morgan Stanley Research (2007).

Le rôle accru des pays émergents sur les marchés financiers internationaux semble irréversible : ils représentaient 3 % de la capitalisation cumulée des cinq cents premières entreprises mondiales début 2002, 17 % début 2008, au détriment des États-Unis.

En dehors du fait que ce rééquilibrage peut être vécu de manière douloureuse par les économies de l'OCDE, en résulte-t-il un risque de déstabilisation ou est-ce au contraire un gage de stabilité du système financier ? Telle est la question à laquelle nous tentons de répondre dans cette partie, qui montre le rôle positif des fonds souverains dans le recyclage des capitaux (9.1) et dans le financement de long terme de l'économie mondiale (9.2).

9.1. Recyclage des capitaux

Les fonds souverains contribuent à répartir plus efficacement entre les pays les excédents financiers, à accroître la liquidité des marchés et à dynamiser la croissance mondiale. Ils sont généralement considérés comme un facteur de stabilité financière internationale (9.1.1). Néanmoins, de par leur puissance financière, ils pourraient avoir un impact sur les prix des actifs (9.1.2) et les taux de change (9.1.3), voire entraîner un risque de volatilité (9.1.4).

9.1.1. Facteur de stabilité financière

La situation financière mondiale se divise entre, d'une part, les pays à épargne forte et excédents extérieurs – pays asiatiques et pays exportateurs de matières premières – et, d'autre part, les pays à consommation forte et déficits extérieurs – États-Unis et Europe. Pour tendre à l'équilibre, les surplus du compte courant des pays du bloc excédentaire doivent être prêtés aux pays du bloc déficitaire, sous forme d'investissements dans les actifs financiers émis par ces derniers. Les pays excédentaires recyclent ainsi leurs capitaux vers les pays déficitaires.

Ce phénomène structurel de transfert de capitaux s'inscrit dans une logique circulaire : les pays excédentaires ont besoin des pays occidentaux pour exporter leurs marchandises et placer leurs surplus d'épargne, et les pays occidentaux ont besoin des pays excédentaires pour financer leurs déficits courants sans contrainte sur la croissance. La pérennité du système relève de l'intérêt mutuel des pays des deux blocs.

Par exemple, la Chine exporte ses produits manufacturés aux États-Unis. En raison de la faiblesse de la consommation en Chine et d'un taux d'épargne très élevé, elle place les recettes correspondantes en bons du Trésor américains, ce qui freine l'appréciation de sa monnaie face au dollar et lui permet de maintenir des prix faibles à l'exportation. Ce faisant, la Chine finance le déficit des États-Unis, mais garantit aussi la quantité et la qualité de ses débouchés : grâce à l'argent chinois en effet, les États-Unis peuvent continuer à acheter les produits chinois, et ainsi de suite.

Les fonds souverains participent à ce recyclage grâce à leurs ressources financières, leur horizon de long terme et leur aptitude à prendre des risques. Ils réallouent l'excès d'épargne vers une large gamme d'actifs financiers, contribuent au financement de l'économie mondiale et jouent un rôle stabilisateur au sein du système financier international.

9.1.2. Impact sur les prix

De nombreux paramètres jouent sur l'équilibre entre l'offre et la demande et, donc, sur les prix. Il est par conséquent difficile de faire des prévisions.

Pris isolément des autres paramètres, les fonds souverains, à supposer qu'ils agissent ensemble et de manière coordonnée, auraient la capacité structurelle de faire varier le prix des actifs. Leur demande croissante en actifs risqués – actions, matières premières, immobilier, fonds spéculatifs, actifs émergents – pourrait dans un premier

temps entraîner une appréciation de ces actifs. Inversement, la demande portant sur les bons du Trésor américains et autres titres de dettes souveraines s'affaiblirait alors. Dans un second temps, les taux d'intérêt à long terme sur les obligations d'État devraient être relevés pour continuer à attirer ces investisseurs, tandis que la prime de risque sur les actions (*equity premium*)¹⁶ diminuerait.

Diverses études scientifiques ont été menées pour déterminer si les achats ou les ventes d'actions par les fonds souverains ont, jusqu'à présent, eu un retentissement sur les prix. Une première étude a été faite sur la base de cent soixante-trois investissements réalisés entre 1982 et avril 2008 (88 % des opérations concernant les années 2004 et suivantes) dans cent trente-cinq entreprises cotées de vingt-huit pays¹⁷. Une deuxième étude a porté sur les prix de quatre-vingt-neuf sociétés cotées dans lesquelles des fonds souverains ont investi¹⁸. Une troisième étude s'est concentrée sur l'impact des investissements effectués par les fonds souverains dans les banques entre mi-2007 et mi-2008¹⁹. Une quatrième a analysé l'effet des désinvestissements effectués par le fonds souverain de la Norvège dans vingt sociétés entre 2005 et 2006²⁰.

Ces études démontrent toutes l'absence d'effet significatif sur les prix à la hausse ou la baisse des acquisitions ou ventes d'actions par les fonds souverains. De manière plus détaillée, elles révèlent trois phénomènes.

L'annonce de l'investissement d'un fonds souverain dans une société cotée produit d'abord un effet positif sur le cours de ses actions dans les jours précédents et suivants, ce qui est également le cas des annonces faites par d'autres investisseurs institutionnels,

¹⁶ Différence entre la rentabilité attendue des actions et celles des obligations d'État.

¹⁷ Kotter et Lel (2008).

¹⁸ Chhaochharia et Laeven (2008).

¹⁹ Deutsche Bank Research (2008).

²⁰ Banque centrale européenne (juillet 2008).

tels que les fonds de pension. Les investissements des fonds souverains constituent donc pour le marché un indicateur positif de la valorisation future de la société cible.

En outre, cet effet initial est d'autant plus positif que le fonds prend une participation importante et qu'il est transparent. Les investisseurs considèrent en effet que ces deux éléments sont susceptibles d'améliorer la performance de l'entreprise, dans la mesure où une prise de participation importante permet d'influer sur la stratégie et la direction, et où le niveau de transparence d'un fonds est un signe de la qualité de cette influence.

En revanche, dans les trois années qui suivent l'investissement d'un fonds souverain, la rentabilité, la croissance et les investissements des sociétés cibles ne sont pas modifiées de manière significative. La présence d'un fonds souverain au capital d'une entreprise n'a donc pas d'incidence, positive ou négative, sur la valorisation à long terme de ladite entreprise. Ce résultat est cohérent avec le rôle d'investisseurs passifs qu'adoptent généralement les fonds souverains (voir 9.2.1), dont l'absence d'implication dans les orientations stratégiques et les décisions importantes ne contribue pas à la création de valeur.

9.1.3. Effet sur les taux

Comme pour les prix, plusieurs facteurs jouent sur la valeur du dollar et des autres monnaies. En outre, les fonds souverains sont peu transparents sur la composition en devises de leurs actifs, ce qui complique d'autant plus l'évaluation de leurs opérations sur les taux de change.

Une étude de la Banque centrale européenne²¹ a montré que la diversification à travers les fonds souverains du placement des

²¹ Juillet 2008.

réserves de change, traditionnellement majoritairement investies en obligations américaines, pourrait entraîner une baisse des flux de capitaux vers les États-Unis, les achats d'actions américaines ne compensant que partiellement les ventes d'obligations américaines. Cette diversification pourrait se faire au profit, d'abord, de la zone euro, puis du Japon et des pays émergents.

Des tensions sur les taux de change pourraient alors se produire. Si les fonds souverains investissaient moins en dollar, il en résulterait une dépréciation du dollar et une augmentation des taux aux États-Unis. À l'inverse, dans les pays bénéficiaires des flux, cela se traduirait par une appréciation de la monnaie locale et une baisse des taux.

Ces variations pourraient toutefois demeurer limitées compte tenu du volume journalier des transactions sur le marché des changes, du rôle du dollar en tant que valeur refuge et de l'attractivité des États-Unis comme destination d'investissement.

9.1.4. Risque de volatilité ?

L'impact des opérations des fonds souverains sur les prix et les taux pourrait créer un risque de volatilité, compte tenu de leur puissance financière, de la concentration de certains de leurs investissements et de leur manque de transparence.

Du fait de leur puissance financière, les fonds souverains pourraient, en modifiant de manière brutale leur allocation de portefeuille, perturber le marché. Toute décision ou rumeur de décision d'investir des montants importants dans un actif ou de les retirer peut accroître la volatilité des prix ou des taux. Ainsi, lorsque le fonds norvégien a acheté fin 2005, puis revendu quelques mois plus tard, des obligations des principales banques islandaises, ce revirement a obligé les banques centrales norvégienne, suédoise et danoise à intervenir et à constituer un fonds d'urgence pour prêter une partie de leurs réserves à la banque centrale islandaise.

De la même manière, des placements abondants de la part des fonds souverains sur telle ou telle catégorie d'actifs (matières premières, immobilier, fonds spéculatifs, actifs émergents) ou sur un secteur d'activité particulier pourraient entraîner des bulles spéculatives. Les fonds souverains pourraient ainsi investir dans des *hedge funds* pour se couvrir contre les fluctuations des indices boursiers, ou les fonds de rente minière concentrer leurs investissements dans des secteurs négativement corrélés aux prix des matières premières, créant un effet de bulle dans le ou les secteurs considérés.

En outre, l'opacité de nombreux fonds souverains (voir 10.2) crée une asymétrie d'informations sur le marché et rend difficiles les anticipations relatives à leur comportement. Or, une modification de la gouvernance d'un fonds, par exemple, peut entraîner des changements radicaux dans sa politique d'investissement, pouvant exacerber la volatilité du cours de certaines catégories d'actifs.

Si ces risques existent, ils demeurent toutefois pour le moment largement théoriques. La diversification du portefeuille des fonds souverains se fait de manière progressive, de sorte que les réallocations vers des actifs risqués sont étalées dans le temps. De plus, comme nous l'avons vu, les investissements existants des fonds souverains n'ont pas eu d'impact significatif sur les cours des actions. Même les investissements massifs et concentrés (USD 92 milliards) opérés entre mi-2007 et mi-2008 dans le secteur bancaire n'ont pas eu d'effet durable sur le prix des titres des institutions financières concernées²².

Hormis ce cas, les fonds souverains n'agissent pas de manière collective ni en parallèle et leurs opérations individuelles n'ont pas le volume nécessaire pour engendrer une volatilité importante. Ils ne changent pas brusquement de politique d'investissement et n'opèrent pas non plus de manière subite, car ils ont un

²² Source : Deutsche Bank Research (2008).

horizon de long terme et ont peu recours à l'effet de levier²³. Ils sont donc davantage un facteur de stabilité que de volatilité.

9.2. Financement de long terme

Pourvoyeurs de capitaux et de liquidités, les fonds souverains ont généralement une perspective d'investissement à long terme, bien que celle-ci varie, on le rappelle, selon les objectifs et la stratégie des fonds (voir 4). En tant qu'investisseurs de long terme, ils peuvent réallouer une partie de l'épargne excédentaire de leur pays vers les entreprises (9.2.1), notamment en période de crise dont ils peuvent contribuer à amortir les effets (9.2.2). Ils ont aussi la capacité de participer au financement des grands projets (9.2.3) et au développement des pays émergents (9.2.4).

9.2.1. Financement des entreprises

Les fonds souverains ont pour vocation première d'optimiser la performance de leur portefeuille, ce qui les conduit à s'orienter de plus en plus vers des supports en actions. Ils offrent deux caractéristiques attrayantes pour les sociétés : ce sont des investisseurs stables et passifs.

Des investisseurs stables

Avec un horizon d'investissement de long terme (parfois vingt à trente ans), les fonds souverains sont des investisseurs stables sur la durée. Ils privilégient des stratégies de *buy-and-hold*²⁴ et ont un taux modéré de rotation du portefeuille²⁵, trois fois plus faible que

²³ En cas de crise, les investisseurs ayant eu recours à l'effet de levier peuvent être contraints de se dégager aussi vite que possible de leurs positions, renforçant ainsi les effets de la crise.

²⁴ Stratégie d'investissement passive dans laquelle un investisseur acquiert des titres et les conserve pendant une longue période, indépendamment des fluctuations du marché.

²⁵ Ce taux mesure la fréquence à laquelle un fonds achète ou vend des titres.

celui des fonds de pension²⁶. Ils financent leurs investissements en fonds propres, ont des besoins de liquidités limités et sont peu exigeants en termes de rentabilité.

En conséquence, les fonds souverains ont une plus grande capacité que d'autres investisseurs à prendre des positions longues. Ils offrent des opportunités de financement accrues aux entreprises, notamment occidentales, auxquelles ils apportent un financement quasi-permanent garantissant la stabilité du capital et la sécurité.

Les liquidités qu'ils injectent dans les entreprises permettent à celles-ci d'accroître leurs investissements et leur production en réduisant leurs coûts de financement. Les entreprises en tirent bénéfice en termes de créations d'emplois, de compétitivité, de développement durable et de croissance économique. Au demeurant, la présence d'un fonds souverain au capital d'une entreprise offre à celle-ci une porte d'entrée sur le territoire dont le fonds est originaire et la possibilité de s'y développer (voir 17).

En particulier, la France a besoin des fonds souverains pour financer le capital de ses entreprises, car elle est déficitaire et a trop peu d'investisseurs nationaux en actions. Bien que le taux d'épargne des ménages français soit élevé, le mécanisme de l'assurance-vie canalise une grande part de cette épargne vers les obligations émises par l'État plutôt que vers les actions des sociétés.

Des investisseurs passifs

Les fonds souverains sont également dans leur grande majorité des investisseurs passifs²⁷. Ils poursuivent une logique purement financière et recherchent la rentabilité sur le long terme. Ils prennent des participations minoritaires, qui dépassent rarement

²⁶ Agardi et Alcouffe (2008).

²⁷ À l'exception des fonds de développement, qui acquièrent parfois le contrôle, voire la totalité du capital, d'entreprises non cotées (voir 3.5 et tableau 3).

10 % du capital des entreprises et sont le plus souvent inférieures à 1 %. Ils constituent des actionnaires peu activistes ou offensifs par rapport aux fonds de capital investissement ou aux fonds de gestion alternative.

Les fonds souverains ne s'immiscent pas dans la gestion et ne siègent pas dans les conseils d'administration. Ainsi, les fonds du golfe Persique²⁸ ne demandent pas à être administrateurs, ne souhaitent pas participer à la stratégie ou à la gestion, et n'ont aucune volonté d'ingérence dans la conduite des affaires.

Compte tenu des avantages apportés par les fonds souverains, ce sont souvent les entreprises elles-mêmes qui les sollicitent, notamment par des *road shows*, lorsqu'elles souhaitent bénéficier du soutien d'un actionnaire de long terme, par exemple dans le cadre d'une opération de recapitalisation. Ce démarchage des principaux fonds souverains a été particulièrement actif lors de la crise des *subprimes*.

Aucun des fonds souverains ayant alors investi dans des établissements financiers n'a souhaité, malgré l'importance des capitaux apportés, participer à la gouvernance ni être représenté au conseil. Ils n'ont pris que des participations minoritaires, souvent en dessous de 10 %²⁹. CIC a refusé un siège au conseil offert par Blackstone après qu'il y ait investi USD 3 milliards en 2007 et GIC a refusé un poste d'administrateur qui lui était offert par UBS en 2008 compte tenu de sa qualité de plus gros actionnaire.

Les fonds souverains se voient au contraire parfois reprocher leur passivité. Les études précitées sur les investissements en actions des fonds souverains³⁰ montrent en effet, d'une part, que la présence

²⁸ À l'exception des fonds de développement, notamment ICD de Dubaï.

²⁹ Il convient de noter que des autorisations réglementaires deviennent applicables à compter du seuil de 10 % dans certains pays, notamment aux États-Unis (voir 13.4).

³⁰ Kotter et Lel (2008) ; Chhaochharia et Laeven (2008).

d'un fonds souverain au capital d'une entreprise n'a pas d'incidence sur sa valorisation à long terme et, d'autre part, que la performance des fonds tend à être plus faible que celle du marché.

Ces résultats corroborent le rôle passif des fonds souverains, entraînant un manque de contrôle de la société objet de l'investissement. Une meilleure valorisation, tant pour les fonds que pour les sociétés, pourrait être obtenue avec une gouvernance dans laquelle les actionnaires significatifs exercent leurs pouvoirs et assument leurs obligations au sein des organes des sociétés concernées. Toutefois, c'est partiellement en réponse aux pressions politiques des pays d'accueil que les fonds souverains ne s'immiscent pas dans la vie sociale des entreprises dont ils sont actionnaires (voir chapitres 3 et 4).

9.2.2. Amortisseur de crise?

Les fonds souverains, plus que d'autres catégories d'investisseurs institutionnels, sont susceptibles d'avoir un effet stabilisateur sur les marchés en période de tension financière mondiale.

Plusieurs raisons expliquent cette plus grande capacité des fonds souverains :

- le montant élevé de leurs encours ;
- la diversité de leurs placements ;
- leur stratégie à long terme ;
- leur moindre aversion au risque ;
- l'absence de recours à l'endettement ou à l'effet de levier ;
- l'absence d'engagements explicites ;
- l'absence d'actionnaires exigeant des retours élevés à court terme.

De par ces caractéristiques, ils peuvent apporter des liquidités dans les périodes de crise et intervenir à contre-courant quand les prix chutent. Ils sont capables de mobiliser rapidement des

montants importants sur des opérations présentant un risque élevé de moins-value à court terme. Ils achètent des actifs dépréciés, mais viables sur la durée. Ils ont la capacité d'absorber la volatilité financière et de tolérer les situations de faible liquidité. Ils y sont disposés par solidarité systémique : ils ont intérêt à une diminution de la crise pour maintenir leurs exportations (voir 9.1).

L'intervention massive des fonds souverains dans le secteur bancaire et financier après la crise des *subprimes* illustre à première vue ces capacités (voir 5). Pour mémoire, ils ont injecté USD 92 milliards entre mi-2007 et mi-2008 dans plusieurs institutions financières américaines et européennes en difficulté à cause de la crise. Cinq grandes banques internationales ont à elles seules reçu plus de USD 55 milliards : Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Barclays Bank et UBS.

On a alors considéré que les fonds souverains avaient amorti la crise, limité le risque de contagion et permis d'éviter la nationalisation des banques en difficulté par leurs États d'origine. « *Shanghai, Mumbai*³¹, *Dubai or good-bye* », tel était le nouveau mot d'ordre des salles de marché³².

On a même pu estimer qu'ils encourageaient l'aléa moral (*moral hazard*)³³ ou la déresponsabilisation, dans la mesure où leurs interventions providentielles pouvaient amener les banques à se sentir protégées contre les imprudences et les prises de risque, en laissant espérer un soutien automatique en cas de difficulté. Mais ne peut-on aujourd'hui en dire de même des opérations de sauvetage des banques par les États ?

³¹ Anciennement Bombay.

³² Rapporté par le *New York Times*.

³³ Notion de droit des assurances, utilisée par extension, selon laquelle un assuré peut augmenter sa prise de risque par rapport à la situation où il supporterait entièrement les conséquences d'un sinistre.

En réalité, compte tenu de la profondeur des causes de la crise, l'effet stabilisateur des fonds souverains sur le marché a été de courte durée. L'étude précitée réalisée en la matière par la Deutsche Bank montre que les cours de bourse des établissements financiers dans lesquels ils sont intervenus ont continué à chuter entre mi-2007 et mi-2008 et que leurs investissements n'ont, dans aucun des cas, inversé durablement cette tendance. Les fonds souverains en ont d'ailleurs été les premières victimes et ont subi des moins-values spectaculaires : la valeur de marché des banques dans lesquelles ils avaient investi avait perdu entre 20 % et 66 % en octobre 2008 par rapport à leur prix de revient³⁴.

En conséquence, les fonds souverains ne sont pratiquement pas intervenus dans la seconde vague de la crise financière, en septembre et octobre 2008, alors qu'ils auraient pu s'offrir les fleurons de la finance à prix bradé. Même s'ils sont moins sensibles que d'autres investisseurs aux fluctuations des cours, il leur est difficile de subir des pertes aussi importantes, fussent-elles latentes. Ils sont à terme redevables envers la collectivité qu'ils représentent et lui rendent des comptes. La moins-value du fonds chinois dans Blackstone a ainsi soulevé de vives interrogations en Chine (voir 21.1).

D'autre part, les énormes investissements réalisés dans le domaine financier par un petit nombre de fonds ont généré des risques de concentration, incompatibles avec une stratégie de diversification. Enfin, la crise est profonde et remet en cause le modèle économique dans le secteur bancaire, laissant présager des changements majeurs des stratégies et des structures, de sorte que les fonds souverains, déjà bien échaudés, ont préféré attendre.

34 UBS (GIC) : - 55 % ; Citigroup (ADIA) : - 40 % ; Blackstone (CIC) : - 60 % ; Morgan Stanley (CIC) : - 26 % ; Merrill Lynch (Temasek) : - 66 % ; Crédit Suisse (QIA) : - 19 %.

Aujourd'hui, les fonds souverains subissent la pression de leur actionnaire pour investir plus prudemment à l'étranger et se recentrer sur le marché domestique ou régional afin de soutenir la croissance. Les erreurs passées vont probablement aussi inciter les fonds à avoir davantage recours à des gérants externes (professionnels de l'*asset management*, analystes, prestataires de services d'investissement, spécialistes de l'évaluation, conseils financiers, etc.).

9.2.3. Financement des grands projets

Avec leur puissance financière et leur horizon de long terme, les fonds souverains sont en position d'investisseurs stratégiques sur les grands enjeux du futur : énergie, espace, infrastructures. Ces investissements correspondent à des besoins qui ne sont pas satisfaits directement par le marché : ils nécessitent en effet des financements très importants, dépassant les capacités des investisseurs privés, et ils sont dépourvus de rentabilité immédiate. Néanmoins, ils sont les plus porteurs d'avenir : ce sont des projets structurants et de long terme, relatifs à des secteurs essentiels.

De fait, les fonds souverains s'intéressent de plus en plus aux projets d'infrastructures. Ainsi, les fonds du golfe Persique sont fortement impliqués dans les grandes liaisons maritimes et les ports. Le fonds ICD, *via* sa filiale Dubaï Ports World, a racheté en 2006 le groupe britannique de navigation P&O et constitue le troisième opérateur portuaire du monde, avec quarante-huit terminaux dans trente et un pays, de Vancouver (Canada) à Melbourne (Australie), en passant par Londres et Rotterdam en Europe, Maputo, Dakar et Sokna en Afrique, Karachi, Mundra et Manille en Asie.

Les fonds investissent également dans les infrastructures de transport de ressources naturelles. Par exemple, Mubadala coopère avec Total et OXY pour le développement d'un réseau de transport de gaz à travers les pays du Golfe (8.2). Pareillement,

ils pourraient participer au financement de nouvelles technologies ou de politiques de recherche.

L'Assemblée nationale française ne s'y est pas trompée et a voté le 30 juillet 2008, sur rapport du député de la deuxième circonscription de Dordogne, Daniel Garrigue, une résolution « sur l'intérêt que l'Union européenne aurait à créer des instruments lui permettant de canaliser et d'orienter des ressources significatives vers les investissements stratégiques de long terme dans le cadre desquels il lui revient d'être acteur ou partenaire ». Il s'agit pour l'Europe de se doter des moyens pour être présente sur ces grands projets de coopération à l'échelle mondiale et assurer son accès à l'espace.

9.2.4. Développement des pays émergents

Avec leurs liquidités abondantes, leur souci de diversification et leur horizon de long terme, les fonds souverains pourraient devenir des acteurs majeurs du financement du développement des pays émergents.

Les fonds souverains ont probablement plus à gagner à investir en Afrique, en Asie ou en Amérique du Sud, où les rendements sont moins corrélés avec ceux de la zone OCDE et où les déficits en infrastructure sont énormes. Les marchés émergents sont plus volatils, mais engendrent des profits plus importants sur le long terme.

Les fonds souverains y sont déjà présents : près du quart des investissements du golfe Persique concernent l'Asie, le Moyen-Orient, l'Afrique et l'Amérique latine³⁵ ; 40 % du portefeuille de Temasek (Singapour) sont situés dans les pays émergents d'Asie (voir 20.1) et 28 % des avoirs de GIC (Singapour) sont placés

35 Source : McKinsey.

dans les pays émergents ; la Chine investit beaucoup en Afrique (voir 11.1).

Ils ont l'intention de s'y développer davantage. Selon le cabinet d'avocats Norton Rose, un fonds sur quatre compte consacrer plus de 50 % de ses investissements à des placements dans les pays émergents et un sur trois plus de 25 % ; ils pourraient participer à la création d'un « super-fonds » pour les investissements en Afrique ; ils viseraient également des banques présentant une exposition à l'Asie et aux marchés émergents.

Rentables pour les fonds souverains, ces investissements seraient aussi profitables pour les pays émergents bénéficiaires. Si les fonds souverains décidaient d'allouer 10 % de leur portefeuille aux autres économies émergentes d'ici à 2018, ils pourraient générer des rentrées supérieures à USD 1 400 milliards, soit plus que la totalité de l'aide des pays de l'OCDE aux pays en développement³⁶.

10. Souveraineté

Les fonds souverains ont un caractère hybride : ce sont des « fonds » d'investissement plaçant leurs liquidités et gérant leur portefeuille, mais aussi « souverains » dans la mesure où ces liquidités viennent de l'État. Le contrôle public des fonds souverains (10.1) peut faire craindre que leurs décisions d'investissement ne répondent à des motivations stratégiques (voir 11), d'autant que les fonds des pays non-membres de l'OCDE sont souvent opaques (10.2) et contrôlés par des États peu démocratiques (10.3).

³⁶ Source : Santiso (2008).

10.1. Contrôle public

La proximité entre les fonds souverains et les pouvoirs publics suscite la crainte que les fonds ne suivent des stratégies d'investissement au service de l'agenda politique du gouvernement de leur pays d'origine.

Lorsqu'un fonds souverain investit dans une entreprise privée, l'État d'origine du fonds en devient directement ou indirectement actionnaire. En cette qualité, il bénéficie de droits : il a accès à un certain nombre d'informations sur la société, il peut voter aux assemblées générales sur toutes les décisions relevant de sa compétence, il peut se faire représenter au conseil d'administration, auquel cas il est en position d'influer sur la stratégie de l'entreprise et sur le choix de ses dirigeants. Plus sa participation est significative, plus ses droits sont importants, surtout s'il a le contrôle, de droit ou de fait, de l'entreprise.

Or l'État actionnaire peut avoir des motivations autres que purement financières ; il peut également mettre en œuvre des moyens de pression sans commune mesure avec ceux d'un investisseur privé. Les fonds souverains pourraient ainsi être utilisés pour prendre des participations dans des entreprises à haute valeur technologique et à fort potentiel de croissance ou pour investir dans des secteurs sensibles, tels que défense, énergie, infrastructures, santé, télécommunications. L'État pourrait chercher à exploiter les informations et les pouvoirs dont le fonds dispose au sein de l'entreprise à des fins stratégiques ou géopolitiques.

Il convient de rappeler que, jusqu'à présent, les fonds souverains ont généralement pris des participations très minoritaires et ne participent pas à la gouvernance (voir 9.2.1). Même dans le secteur financier où leurs investissements sont les plus concentrés et où ils auraient eu les moyens d'exercer une influence réelle, ils ne l'ont pas fait. Cela ne signifie toutefois pas qu'ils manifesteront

toujours la même retenue. Le jour où un fonds souverain détendra 25 % ou 30 % du capital d'une grande entreprise, il sera forcément impliqué dans sa gouvernance et aura des représentants au conseil d'administration où il pourra influencer, voire contrôler, la stratégie et le management. Les pays occidentaux sont-ils prêts à l'accepter ?

Tel est l'enjeu le plus crucial que posent les fonds souverains : quelles sont les motivations réelles d'un fonds qui viserait à prendre le contrôle d'entreprises considérées comme stratégiques ? Les doutes à ce sujet pourraient être levés s'il était possible d'établir que les fonds sont gérés de manière indépendante du pouvoir politique et poursuivent une stratégie d'investissement exclusivement fondée sur la recherche d'une rentabilité financière. Mais l'opacité qui entoure les activités et le fonctionnement de certains fonds souverains ne le permet pas toujours.

10.2. Opacité

Les règles de communication varient considérablement selon les fonds souverains, de la plus grande transparence au secret absolu. Deux études sur le sujet permettent de classer les fonds selon leur transparence. La première a été réalisée par Edwin Truman, membre du Peterson Institute for International Economics, qui a témoigné sur le sujet devant le Congrès américain en septembre 2008. Il a noté trente-huit fonds souverains³⁷ de 0 à 100 en leur posant trente-trois questions visant à comprendre pour chacun d'entre eux :

- son cadre institutionnel : le fonds est-il séparé ou non des réserves de change du pays ?
- l'origine de ses ressources et le montant des actifs qu'il gère ;
- son objectif et sa stratégie globale ;

³⁷ Ainsi que des fonds de pension.

- sa gouvernance : quel est le rôle du gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de cette stratégie ?
- ses investissements : classes d'actifs, plafonds d'investissement, niveaux de participations (minoritaires ou majoritaires), répartition par pays et par secteurs, implication dans la gestion, investissements individuels ;
- la performance attendue et la rentabilité du fonds ;
- sa politique concernant l'utilisation de l'effet de levier et des produits dérivés ;
- son information financière : le fonds communique-t-il un rapport périodique sur ses activités et résultats ? Est-il assujéti à un audit indépendant donnant lieu à un rapport public ?

La seconde étude a été effectuée au troisième trimestre 2008 par Michael Maduell et Carl Linaburg, respectivement président et vice-président du SWFINstitute. Ils ont posé dix questions aux fonds souverains, dont certaines rejoignent les précédentes, définies par rapport au modèle de transparence que constitue le fonds norvégien. Chaque réponse positive rapportait un point. Il s'agissait de déterminer si le fonds communique :

- les raisons pour lesquelles il a été créé, l'origine de son patrimoine et sa structure de détention par le gouvernement ;
- ses objectifs et sa stratégie ;
- sa politique d'investissement et ses standards éthiques ;
- la quote-part de capital détenue dans ses participations et leur situation géographique ;
- la valeur réelle totale de son portefeuille, le rendement de ses actifs et la rémunération de ses dirigeants ;
- des rapports annuels à jour et audités de manière indépendante ;
- ses filiales ;
- ses gérants externes ;
- un site Web géré en propre ;
- ses coordonnées avec un contact (question permettant aux fonds d'avoir au moins un point).

Les résultats sont récapitulés dans le tableau ci-dessous. Les notes de Carl Linaburg et Michael Maduell ont été multipliées par dix pour les rendre comparables à celles d'Edwin Truman. La dernière colonne présente la moyenne sur cent (arrondie au nombre supérieur) des fonds étudiés. Les lignes bleutées indiquent les fonds gérant plus de USD 100 milliards. Le tableau liste les fonds des plus au moins transparents.

Pays	Truman	Linaburg/ Maduell	Moyenne
Nouvelle-Zélande	95	100	98
États-Unis – Alaska	94	100	97
Norvège – GPF	92	100	96
Irlande	86	100	93
États-Unis – Nouveau Mexique	86	90	88
États-Unis – Wyoming	91	80	86
Australie	80	90	85
Azerbaïdjan	77	90	84
Canada – Alberta	74	90	82
Chili	71	70	71
Corée du Sud – KIC	51	90	71
Hong Kong	67	70	69
Singapour – Temasek	45	80	63
Bahreïn		60	60
Koweït – KIA	48	60	54
Singapour – GIC	41	60	51
Russie	51	50	51
Mexique	47		47
Chine – CIC	29	60	45
Kazakhstan	64	20	42
Abu Dhabi – Mubadala	15	70	42
Dubaï – Investment Corporation		40	40
Malaisie – Khazanah	38	40	39
Botswana	55	10	33

Pays	Truman	Linaburg/ Maduell	Moyenne
Qatar – QIA	9	50	30
Abu Dhabi – ADIA	9	30	20
Arabie Saoudite – SAMA		20	20
Chine – SAFE		20	20
Libye		20	20
Soudan	20		20
Brunei	18	20	19
Algérie	27	10	19
Nigéria	26	10	18
Iran	23	10	17
Venezuela	22	10	16
Oman	20	10	15
Dubaï – Istithmar	14		14
Taiwan		10	10

Comme souvent avec les fonds souverains, ces chiffres doivent être utilisés avec précaution. Certains fonds n'ont pas été notés par les deux études. Certains résultats sont très divergents entre les deux études, notamment pour les fonds du Kazakhstan, de Corée, de Singapour, de Chine (CIC), d'Abu Dhabi et du Qatar. L'analyse de Truman comporte des questions de gouvernance, ce qui n'est pas le cas de celle de Linaburg et Maduell. En outre, le degré de transparence des fonds évolue, notamment depuis les recommandations publiées en la matière en octobre 2008 sous l'égide du FMI et qui devraient inciter les « mauvais élèves » à améliorer leurs pratiques (voir 16.2).

Le tableau permet du moins de dégager de grandes tendances. Les fonds des pays développés – Norvège, Irlande, États-Unis, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande – ont de loin les scores les plus élevés en matière de transparence, suivis par les fonds de Hong Kong et de Singapour.

- Les plus mauvais scores (notes inférieures à 50) sont attribués à :
- la plupart de fonds du Moyen-Orient (Arabie Saoudite, Abu Dhabi, Dubaï, Oman, Qatar, Iran) ;
 - aux fonds africains (Nigeria, Algérie, Libye) ;
 - à de nombreux fonds asiatiques, notamment la Chine, la Malaisie et Taïwan.

Ces fonds, qui représentent plus de la moitié de l'ensemble des actifs gérés par les fonds souverains, donnent donc peu d'informations, voire aucune, sur leurs ressources, leurs objectifs, leur stratégie d'investissement, leurs opérations ou leurs modalités d'organisation. Ce manque de transparence tient avant tout au fait qu'ils proviennent de pays dont les traditions de gouvernance sont très différentes des critères occidentaux et où les flux financiers entre les fonds souverains et le souverain doivent demeurer discrets.

Il n'empêche que cette opacité suscite l'inquiétude et fait craindre la poursuite d'objectifs non commerciaux, d'autant que les fonds concernés sont ressortissants de pays où l'État est encore très présent et peu ou pas démocratique.

10.3. Environnement géopolitique

Les fonds du Moyen-Orient évoluent dans un environnement géopolitique très instable : guerre en Irak, développement du programme nucléaire en Iran, intégrisme islamiste, luttes entre chiites et sunnites, menace terroriste, conflit israélo-palestinien. Les pays du golfe Persique sont pour la plupart gouvernés par des monarchies héréditaires, où les familles régnantes ont des pouvoirs plus ou moins absolus et où les parlements n'ont qu'un rôle limité.

Les nouveaux fonds de Chine et de Russie appartiennent à des puissances de premier plan, aux ambitions géopolitiques affirmées et ayant déjà fait jouer l'arme économique par le passé. La Chine souscrit encore au marxisme-léninisme et suit la règle du parti unique ; le gouvernement est autocratique, le système juridique

soumis à l'influence politique, le fonds chinois CIC contrôlé par le parti communiste (voir 21.1). La Chine est sans doute le seul pays à pouvoir faire usage de sa force de frappe financière à des fins politiques, voire idéologiques.

La Russie quant à elle cherche à reconquérir son statut de superpuissance ; elle mène une politique interventionniste et exerce une ingérence directe dans l'économie, notamment à travers ses entreprises publiques. Selon certains observateurs, les coupures d'approvisionnement en gaz imposées à l'Ukraine par Gazprom sont d'avantage liées aux divergences politiques entre la Russie et l'Ukraine qu'à des différends de nature commerciale. La Russie contrôle les hydrocarbures, dispose de la quatrième plus grande armée au monde, est imprévisible (comme en témoigne la guerre en Géorgie) et peut s'avérer un adversaire redoutable.

Comme le disait Brad Setzer, du Conseil américain pour les relations internationales, en novembre 2007 : «La montée des fonds souverains marque un basculement du pouvoir des États-Unis vers un ensemble de pays qui ne sont pas transparents, ne sont pas des démocraties et ne sont pas nécessairement des alliés.»

Les fonds souverains participent à la coupure de l'économie mondiale entre un Occident converti au libéralisme (du moins jusqu'à la crise de l'automne 2008) et un monde émergent où l'économie reste largement entre les mains des États. Ils peuvent présenter un risque géopolitique, bien que celui-ci ne soit pas avéré à ce jour (voir 15), en termes de prise de contrôle de secteurs, d'entreprises ou de technologies stratégiques.

11. Motivations stratégiques

Les données empiriques montrent que les fonds souverains n'investissent pas pour des raisons politiques. Les gouvernements

ne se servent pas des fonds souverains comme des instruments de politique étrangère, mais avant tout pour réaliser des profits financiers. Il n'y a pas de précédents établissant que leurs agissements portent atteinte à la sécurité économique ou nationale des pays dans lesquels ils investissent. Les investissements dans les transports, la défense, l'aérospatial et les technologies avancées représentent moins de 1 % de la valeur des opérations réalisées par les fonds souverains entre 1975 et 2008³⁸.

Néanmoins, les États peuvent poursuivre, à travers les fonds souverains ou d'autres entités publiques, des motivations stratégiques visant à promouvoir leurs intérêts nationaux, principalement pour assurer leur indépendance énergétique (11.1), acquérir des technologies (11.2) ou accéder à de nouveaux marchés.

Il convient de noter que les entreprises publiques, en tant qu'acteurs opérationnels, sont plus à même que les fonds souverains de bénéficier de l'expertise industrielle, de la connaissance des marchés et de la vision stratégique nécessaires à la poursuite de ces motivations. Les développements qui suivent concernent donc aussi les entreprises d'État.

11.1. Assurer l'indépendance énergétique

L'un des objectifs poursuivis par les investisseurs publics peut être d'assurer l'indépendance énergétique de leur pays d'origine. L'acquisition d'entreprises d'exploitation ou de transformation de matières premières est un moyen de sécuriser les approvisionnements de leur économie en ressources énergétiques.

Ainsi, les investissements chinois se multiplient dans le secteur des matières premières sur tous les continents. La Chine est le principal utilisateur au monde de fer, de zinc, de cuivre,

³⁸ Source : Monitor Group (2008).

d'aluminium et d'autres métaux, ainsi que le second plus important consommateur de pétrole. En conséquence, elle est devenue dépendante des sources extérieures d'approvisionnement.

Elle investit beaucoup en Afrique³⁹, qui fournit seulement 7 % de la production mondiale totale de pétrole, mais dispose de 85 % des nouvelles réserves. Le potentiel de ce continent en tant que source d'énergie pour la Chine est en conséquence très important. Les entreprises d'État chinoises sont présentes notamment en Afrique du Sud, au Nigeria et au Niger, où CNOOC a investi USD 2,3 milliards dans l'exploration de pétrole et de gaz.

Ces investissements présentent des aspects positifs. La Chine aide l'Afrique : elle a annulé la dette d'États africains à hauteur de USD 1,36 milliard ; elle a accordé en 2007 un prêt de USD 5 milliards pour le Fonds de développement de l'Afrique ; elle participe à hauteur de USD 314 millions au financement de quatorze projets dans huit pays à travers la Banque de développement africaine ; elle réalise des investissements concrets, tels que l'aide à la construction de 3 200 kilomètres de voies ferrées au Congo ; elle fournit des produits pharmaceutiques.

Il existe néanmoins des secteurs où l'impact des sociétés et des investissements chinois en Afrique est problématique. Les conditions de travail sont parfois mauvaises. Le nombre important de Chinois travaillant en Afrique sur les projets de leur pays empêche la localisation d'emplois. L'impact environnemental de ces investissements est critiqué. La Chine est accusée d'avoir envoyé pour USD 200 millions de petites armes, la principale cause de décès dans les conflits africains.

Le soutien de régimes peu respectueux des droits de l'homme est une autre cause de préoccupations. La Chine s'approvisionne

³⁹ Les développements qui suivent sur les investissements de la Chine en Afrique sont pour la plupart issus de l'étude du CLSA (septembre 2008).

au Soudan pour 10 % de sa consommation de pétrole, soit 82 % de la production soudanaise. En échange, elle a annulé une partie de la dette soudanaise à hauteur de USD 80 millions, accordé un prêt sans intérêts de USD 77 millions, financé une nouvelle raffinerie pour USD 500 millions. Cela a permis au gouvernement de Khartoum de bénéficier d'un soutien financier majeur, rompant les sanctions imposées par les pays développés.

En dehors de l'Afrique, la Chine a investi dans des projets majeurs d'exploration minière en Amérique Latine et d'énergie au Moyen-Orient. Aux États-Unis, CNOOC, contrôlée à 70 % par le gouvernement chinois, a tenté de racheter en août 2005 la compagnie américaine d'énergie Unocal pour USD 18 milliards, avant de retirer son offre face aux pressions politiques (voir 13.4). En France et au Royaume-Uni, SAFE est présente au capital de Total, BP, Shell et BG Group (voir 21.2).

En Australie, les entreprises chinoises manifestent un intérêt considérable pour les ressources minières, telles que le cuivre, la bauxite, l'alumine, le zinc et le fer, ainsi que pour les projets d'infrastructures, portuaires notamment, permettant le transport des matières premières en vue de leur exportation. D'abord essentiellement effectués sous forme d'alliances avec des opérateurs australiens, les investissements sont devenus plus agressifs.

Ainsi, le 1er février 2008, le géant étatique chinois Chinalco⁴⁰ a lancé, avec la société américaine d'aluminium Alcoa, un raid boursier sur le groupe minier anglo-australien Rio Tinto, dont il a acquis 9 %⁴¹ du capital pour USD 14,05 milliards, le plus important investissement chinois à l'étranger jusqu'alors. Chinalco s'est impliqué dans la stratégie en s'opposant au rapprochement envisagé entre Rio Tinto et BHP Billiton, jugé préjudiciable aux intérêts de la Chine. Le fonds souverain chinois aurait, à la demande

⁴⁰ Aluminium Corporation of China.

⁴¹ Soit 12 % de la société cotée à Londres.

du gouvernement, mis un trésor de guerre de USD 120 milliards à la disposition de Chinalco pour financer sa bataille contre BHP Billiton, qui a finalement renoncé à son OPA fin novembre 2008.

La crise et la chute des prix ont aiguïté la convoitise de la Chine pour les ressources naturelles australiennes. Depuis le retrait de BHP Biliton, Chinalco a proposé à Rio Tinto, écrasé par le poids de sa dette, de le renflouer de près de USD 20 milliards, en contrepartie d'un renforcement à terme de sa part de capital, de participations dans les sociétés du groupe les plus profitables et de sièges au conseil d'administration. De son côté, le négociant public chinois de métaux, Minmetals, a offert de racheter le troisième groupe minier australien, deuxième producteur mondial de zinc, OZ Minerals, menacé de cessation de paiements. Le fonds souverain chinois CIC, quant à lui, a engagé des pourparlers avec le numéro trois australien du minerai de fer, Fortescue Metals Group. L'objectif de la Chine est d'être en position de pratiquer une pression à la baisse des prix des minerais. Ces investissements sont toutefois soumis à l'autorisation du gouvernement australien, dont il sera intéressant d'étudier la réponse (voir 13.5.2).

S'agissant des investisseurs publics russes, ils visent en particulier à permettre à la Russie d'augmenter ses ressources énergétiques. Ils ont investi en Allemagne, notamment dans les chantiers navals de la mer Baltique pour construire des navires capables d'aller explorer les gisements de pétrole et de gaz de l'océan Arctique. En Grande-Bretagne, le gouvernement s'est opposé en mai 2006 à une prise de participation de Gazprom dans le distributeur de gaz Centrica (voir 13.2). Si le fonds souverain russe, qui n'a pour le moment pas fait d'investissements significatifs à l'étranger, faisait des achats dans le secteur énergétique européen, l'Europe de l'Ouest ne risquerait-elle pas alors de se trouver dans une situation similaire à l'Ukraine, avec un approvisionnement énergétique dépendant du bon vouloir de Moscou ?

11.2. Acquérir des technologies et du savoir-faire

Un autre objectif des investisseurs publics étrangers peut être d'acquérir des technologies ou des droits de propriété intellectuelle en provenance de pays développés. Nouer des partenariats industriels ou investir en direct dans des entreprises occidentales constitue un moyen rapide et facile pour les pays d'origine d'acquérir des compétences susceptibles de servir leurs intérêts nationaux et de rattraper leur retard à cet égard. Il peut s'agir d'accéder aux brevets et aux méthodes de production, de bénéficier d'une marque et de la valeur qui y est attachée, d'acquérir des technologies et du savoir-faire, industriel ou commercial.

Des fonds souverains du Moyen-Orient se sont ainsi alliés à des groupes aux compétences reconnues et aux marques prestigieuses, pour développer des projets à travers le monde ou dans la région du Golfe, par exemple dans les secteurs de l'hôtellerie (The Tides, Viceroy), des loisirs (MGM Mirage), des microprocesseurs (AMD ; voir 18.3) ou de l'automobile (McLaren, Ferrari, Spyker Cars).

Les investissements massifs réalisés par les fonds souverains dans le secteur bancaire (voir 5) ont eu parmi leurs objectifs d'opérer des transferts de savoir-faire financier, qui permettront un jour aux fonds de se passer de leurs prestataires de services occidentaux. De même, l'un des objectifs des investissements très concentrés des fonds souverains dans les bourses (voir 5) est d'apprendre à mieux gérer une bourse pour favoriser le développement de centres financiers dans les pays d'origine des fonds.

Les investissements de certains fonds souverains sont destinés à accompagner la diversification de l'économie de leur région d'origine. Ils participent au développement de nouvelles industries, telles que l'immobilier, l'aéronautique, les infrastructures, le tourisme, les énergies nouvelles, la santé ou les services (voir 3.5).

Afin d'acquérir les compétences requises, ils concluent des accords de partenariat industriel avec un leader étranger du secteur considéré, auquel ils apportent des liquidités : savoir-faire contre capitaux. C'est l'objet de la plupart des investissements du fonds Mubadala d'Abu Dhabi, qui a par exemple noué des joint-ventures avec General Electric, Veolia Environnement, Total, EADS ou AMD (voir 18.2). Il en est de même des alliances entre le fonds du Qatar et Suez Environnement – qui donne au Qatar un accès aux technologies de dessalement, très importantes pour le développement économique du Moyen-Orient –, ou entre le fonds du golfe Persique Gulf Investment Corporation et GDF Suez. Les investissements de Temasek dans les télécoms ont, quant à eux, été controversés (voir 20.1).

Les fonds souverains peuvent susciter la crainte qu'un gouvernement étranger accède à des technologies de défense ou les contrôle. Tel serait le cas s'ils utilisaient un investissement pour acquérir à des fins militaires des technologies à double usage, pour priver le pays d'accueil de la technologie ou d'autres actifs essentiels à sa défense nationale, ou pour aider les agences de renseignements d'un pays étranger hostile au pays d'accueil.

Si cela est sujet à de nombreux débats politiques aux États-Unis et en Europe, l'on observe toutefois une absence d'investissements des fonds souverains dans les secteurs de la défense, sous réserve de la société EADS. La prise de participation en septembre 2006 de 5 % dans EADS par l'entreprise publique JSC Vneshtorgbank (VTB), contrôlée à 77,5 % par le gouvernement russe, avait causé l'émoi en France. Le fonds souverain ICD de Dubaï détient également une participation de 3,12 % dans EADS.

⌘ Chapitre 3 ⌘

Réactions protectionnistes

La montée en puissance des fonds souverains et la crainte de motivations stratégiques ou politiques suscitent des tensions protectionnistes dans les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). Ce sont surtout les fonds russes et chinois qui provoquent des réactions vives et relancent le débat sur les conditions de protection des ressources naturelles, des industries stratégiques et des PME innovantes des pays développés.

Comment légiférer ? En contrôlant les investissements des fonds souverains ? En privant de droit de vote les actions qu'ils détiennent ? En établissant des véhicules d'investissement défensifs visant à jouer le rôle de chevalier blanc dans les entreprises ciblées ? Mais comment distinguer le « bon » argent du « mauvais », lorsque le fonds souverain investit indirectement à travers des fonds de *private equity* ou des *hedge funds* occidentaux ?

Convient-il de privilégier un mécanisme visant spécifiquement les fonds souverains, quel que soit le secteur d'activité concerné par l'investissement ? Certains préconisent cette solution au motif que les fonds souverains, étant détenus ou contrôlés par les pouvoirs publics, sont susceptibles de poursuivre des intérêts autres que la recherche du profit, qu'ils se singularisent donc des investisseurs étrangers à capitaux privés et doivent dès lors être traités différemment.

Convient-il au contraire de sanctuariser un certain nombre de secteurs sensibles, sans discrimination selon la qualité publique ou privée de l'investisseur étranger ? Faut-il se référer à des notions larges, telles la sécurité nationale ou l'intérêt public, qui laissent la part belle à l'interprétation et au lobbying, mais permettent aussi une approche pragmatique des problèmes en fonction des circonstances propres à chaque espèce ? Faut-il énumérer de manière limitative les secteurs considérés comme stratégiques ? Au-delà de la défense et de la sécurité, faut-il protéger l'énergie, les infrastructures de transport ou autres, l'informatique et les technologies de pointe, les télécommunications et les médias, la biochimie et la santé ? Toutes les sociétés nationales exerçant une activité dans l'un de ces secteurs doivent-elles être protégées ou seulement celles dépassant une certaine taille ou part de marché ?

D'ailleurs faut-il légiférer ? Il existe déjà des normes internationales régissant les investissements étrangers (12), appliquées, de manière différente, par les États (13), ainsi que des instruments juridiques variés qui peuvent être utilisés pour contrôler ces opérations, notamment celles des fonds souverains (14). Le plus grand danger de ces fonds d'État n'est-il pas finalement d'alimenter le patriotisme économique (15) ?

12. Cadre juridique international des investissements étrangers

Les réglementations nationales concernant les investissements étrangers sont encadrées par les normes juridiques internationales de l'OCDE (voir 12.1) et de l'UE (voir 12.2), qui visent à l'ouverture des marchés, la libre circulation des capitaux et la prévention du protectionnisme, sauf en cas d'atteinte à la sécurité nationale. Ces

règles sont complétées par celles de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) sur le libre-échange¹.

Sous réserve de la sécurité nationale, les restrictions aux investissements étrangers, qu'ils soient publics ou privés, sont interdites.

12.1. Règles de l'OCDE

L'OCDE, qui réunit trente pays membres², s'emploie depuis 1961 à promouvoir la libération progressive des mouvements de capitaux entre ses membres. Elle a établi des règles en matière d'investissement, intégrées dans le Code de la libération des mouvements de capitaux, régulièrement révisées et renforcées afin de rester adaptées et efficaces³.

12.1.1. Principe : liberté d'investissement

Le Code de la libération des mouvements de capitaux prône la liberté d'investissement à travers les frontières, en ce qu'elle constitue un moteur de croissance économique, d'emploi et de développement. Cette politique d'ouverture s'articule autour de trois principes fondamentaux : non-discrimination, transparence et libéralisation.

1 Les règles de l'OMC tendent à la libéralisation des échanges internationaux de biens et services et encouragent la non-discrimination : application entre membres de l'organisation de la clause de la nation la plus favorisée et traitement national entre produits ou services locaux et ceux qui sont importés.

2 Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse et Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

3 Les commentaires ci-dessous sont issus des rapports d'étape du Comité de l'investissement de l'OCDE (mars et octobre 2008).

Selon le principe de non-discrimination, les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances⁴. En vertu du principe de transparence, les informations sur les restrictions à l'investissement étranger doivent être complètes et publiques. Le principe de libéralisation prévoit la suppression progressive de telles restrictions.

Ces principes ont force de loi pour les pays membres de l'OCDE. Ceux-ci se sont engagés non seulement à les appliquer à l'égard des investisseurs établis dans les autres pays membres de l'OCDE, mais aussi à faire tous leurs efforts pour les appliquer aux investisseurs établis dans les cent quatre-vingt-cinq pays membres du FMI. Ils se sont également obligés à les mettre en œuvre indépendamment des mesures de libération prises ou non par les autres pays (principe de libération unilatérale ou de non-réciprocité). Le respect des principes est assuré par un mécanisme de notification et de surveillance multilatérale, sous la supervision générale du Conseil de l'OCDE.

12.1.2. Exception : sécurité nationale

Les textes autorisent une exception au principe d'ouverture, selon laquelle un membre de l'OCDE peut prendre les mesures qu'il estime nécessaires « à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité » et « au maintien de l'ordre public ou la protection de la santé, de la moralité et de la sécurité publiques »⁵. Ces

⁴ Ce principe est complété par l'instrument de Traitement national, inclus dans la Déclaration de l'OCDE sur l'investissement international et les entreprises multinationales de 1976. Le Traitement national concerne les entreprises sous contrôle étranger après leur installation dans un pays membre, alors que le Code de libération vise à établir un droit d'établissement non discriminatoire pour ces entreprises. Contrairement au Code de libération, le Traitement national n'a pas force obligatoire et son application se fait sur une base volontaire. En plus des pays de l'OCDE, ont adhéré à la Déclaration de 1976 l'Argentine, le Brésil, le Chili, l'Égypte, l'Estonie, Israël, la Lettonie, la Lituanie, le Pérou, la Roumanie et la Slovaquie.

⁵ Code de la libération des mouvements de capitaux, art. 3.

préoccupations relèvent de l'autodétermination des États, qui sont fondés à déterminer les mesures adaptées à la préservation de leur sécurité nationale.

Les impératifs de sécurité doivent toutefois être conciliés avec l'obligation de maintenir un environnement d'investissement ouvert. À cet effet, le Comité de l'investissement de l'OCDE a initié au début de l'année 2006 un dialogue intergouvernemental sur le thème «Liberté d'investissement, sécurité nationale et secteurs stratégiques». Des échanges ont eu lieu à l'occasion de diverses rencontres réunissant les États membres de l'OCDE, ainsi que d'autres pays non-membres (Russie, Chine, Inde, Indonésie) et des fonds souverains (Australie, Norvège, Russie et Qatar).

À l'issue des septième et huitième tables rondes qui se sont respectivement tenues les 26 mars et 8 octobre 2008 à Paris, les participants se sont accordés sur quatre principes devant gouverner l'adoption de mesures destinées à protéger la sécurité nationale : non-discrimination, transparence et prévisibilité, proportionnalité, responsabilité.

Selon le principe de non-discrimination, les mesures de sauvegarde de la sécurité doivent traiter de la même manière les investisseurs placés dans des circonstances similaires. Lorsque ces mesures d'application large ne sont pas adéquates pour protéger la sécurité nationale, des mesures spécifiques à l'investissement présentant un risque peuvent être prises, à condition d'être conçues en fonction des particularités dudit investissement.

Selon le principe de transparence et de prévisibilité, les mesures de sauvegarde doivent être codifiées et publiées, afin d'améliorer la sécurité juridique des investisseurs étrangers. Les procédures d'ins-truction doivent être encadrées dans des délais stricts ; les critères d'évaluation utilisés par les autorités doivent être précis et connus ; les informations commercialement sensibles communiquées par l'investisseur étranger doivent être protégées ; les investissements doivent être réputés approuvés si aucune action n'a été engagée

dans le délai pour les restreindre ou les conditionner. Par ailleurs, les pouvoirs publics doivent faire dûment connaître les actions qu'ils mènent en matière de politique d'investissement et consulter les parties concernées sur tout projet de modification.

En vertu du principe de proportionnalité, les limitations aux investissements étrangers ne doivent pas être plus importantes que la protection de la sécurité nationale l'exige. Elles doivent être conçues avec l'expertise requise pour appréhender leur impact par rapport aux avantages d'une politique d'ouverture et être évitées lorsque d'autres mesures (délivrance de licences dans un secteur, politique de la concurrence, réglementation des marchés financiers) sont susceptibles de répondre aux préoccupations en matière de sécurité. Elles doivent cibler directement ces préoccupations et être circonscrites dans leur application aux risques spécifiques posés par chaque projet d'investissement sans pour autant bloquer totalement sa réalisation.

Le principe de responsabilité oblige les autorités en charge du contrôle des investissements étrangers à rendre des comptes : aux citoyens d'abord, par exemple *via* un contrôle parlementaire de la mise en œuvre des mesures restreignant les investissements ; à la communauté internationale ensuite, par exemple *via* une surveillance par les pairs et l'OCDE. Les décisions visant à interdire ou à bloquer un investissement étranger doivent être prises à un niveau politique élevé (chef de l'État ou ministres) et l'impact des mesures réglementaires doit être périodiquement évalué. Les investisseurs étrangers doivent disposer de voies de recours, administratives ou judiciaires, contre les décisions limitant ou rejetant un projet d'investissement.

Le Comité de l'investissement de l'OCDE doit finaliser ses travaux et émettre son rapport mi-2009. Le rapport comportera un inventaire de pratiques exemplaires, concordant avec les principes de transparence, prévisibilité, proportionnalité et responsabilité. Il est envisagé d'appliquer à ces pratiques le système d'examen régulier par les pairs, afin de veiller à ce qu'elles soient observées. Le rapport

abordera également la question des investisseurs sous contrôle gouvernemental, dont les fonds souverains (chapitre 4, introduction).

12.2. Règles de l'Union européenne

L'UE prévoit également un certain nombre de règles en matière d'investissements étrangers dans ses États membres. Le système européen, bien qu'indépendant de celui de l'OCDE, ne peut être plus restrictif que celui-ci en matière de libéralisation.

12.2.1. Principe : libre circulation des capitaux

La libre circulation des capitaux est un principe fondamental du traité instituant la Communauté européenne (traité CE). L'article 56 du traité CE dispose ainsi que «toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres et entre les États membres et les pays tiers sont interdites». Le principe de libre circulation des capitaux s'applique donc non seulement à l'intérieur de l'UE, mais aussi entre les États membres et les pays tiers.

Les investissements directs, sous forme de participation à une entreprise conférant la possibilité d'influer sur sa gestion et son contrôle, et les investissements de portefeuille, sous forme d'acquisition d'actions dans la seule intention de réaliser un placement financier, constituent des mouvements de capitaux au sens de l'article 56 du traité CE⁶. Par conséquent, un investisseur d'un pays tiers doit être traité par un État membre sans discrimination par rapport à un investisseur d'un autre État membre.

En outre, les dispositions du traité CE relatives à la libre circulation des capitaux n'opèrent pas de distinction entre les investisseurs publics et les investisseurs privés. Ainsi, un investisseur

⁶ Directive 88/361/CEE du Conseil, annexe I, 24 juin 1988.

public d'un État tiers, tel un fonds souverain, doit être traité de la même manière qu'un investisseur privé d'un État de l'Union.

12.2.2. Exception : sécurité nationale

Les États membres peuvent prendre des restrictions au principe de libre circulation des capitaux lorsque la sécurité l'exige. Ainsi, l'article 58, 1. b) du traité CE autorise un État membre à «prendre des mesures justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la sécurité publique» et l'article 296 du traité CE lui permet de «prendre les mesures qu'il estime nécessaires à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité et qui se rapportent à la production ou au commerce d'armes, de munitions et de matériel de guerre».

Toute mesure prise par un État membre et susceptible d'empêcher ou de limiter l'acquisition d'actions dans une entreprise de cet État ou de dissuader les investisseurs étrangers d'investir dans le capital de celle-ci constitue une restriction à la libre circulation des capitaux.

Selon la jurisprudence de la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE)⁷, ces restrictions ne sont conformes au droit européen que si elles sont :

- justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou la sécurité publique ou par des raisons impérieuses d'intérêt général ; il faut une menace réelle et suffisamment grave, affectant un intérêt fondamental de la société ;
- adaptées, c'est-à-dire propres à garantir la protection des intérêts mis en danger ;

⁷ CJCE 23 octobre 2007, aff. 112/05, Commission c/ Allemagne ; CJCE 28 septembre 2006, aff. 282/04 et 283/04, Commission c/ Pays-Bas ; CJCE 2 juin 2005, aff. 174/04, Commission c/ Italie ; CJCE 4 juin 2002, aff. 483/99, Commission c/ France ; CJCE 4 juin 2002, aff. 503/99, Commission c/ Belgique ; CJCE 14 mars 2000, aff. 54/99, Église de Scientologie.

- proportionnelles : elles ne doivent pas aller au-delà de ce qui est requis pour que l'objectif qu'elles poursuivent puisse être atteint ;
- prises en dernier ressort : cet objectif ne doit pas pouvoir être atteint par des mesures moins restrictives ;
- précises : les intéressés doivent être en mesure de connaître les circonstances spécifiques dans lesquelles la restriction s'applique, conformément au principe de sécurité juridique ; il a ainsi été jugé qu'un régime qui soumet à autorisation préalable les investissements directs étrangers de nature à mettre en cause l'ordre public et la sécurité publique, sans autre précision, ne répond pas à ce critère ;
- susceptibles de recours.

Il existe au sein de l'UE vingt-sept législations nationales visant à contrôler les investissements étrangers, toutes différentes – que ce soit au niveau des intérêts à protéger, des opérations soumises à contrôle ou des procédures applicables – et plus ou moins discutables sur le plan de la conformité au droit européen.

12.2.3. Vers une extension ?

Pour éviter les disparités des réglementations nationales et améliorer la sécurité juridique, certains recommandent l'adoption par l'UE d'une définition des secteurs stratégiques qui devraient être préservés. Toutefois, l'appréciation du caractère stratégique d'une activité diverge grandement selon les États et l'obtention d'un accord à vingt-sept sur une notion commune semble difficile. L'on peut également s'interroger sur la compatibilité d'une telle définition avec les règles de l'OCDE de toute extension des exceptions au principe de liberté.

D'autres vont pourtant plus loin et préconisent la mise en place d'un mécanisme communautaire spécifique, se substituant aux dispositifs similaires en vigueur dans chacun des États membres, par lequel l'UE serait en mesure d'interdire ou de soumettre à

conditions tout projet de prise de participation dans une entreprise d'un État membre, émanant d'un investisseur sous contrôle extracommunautaire et mettant en cause la sécurité ou un autre intérêt stratégique national ou européen⁸.

L'Assemblée nationale française s'est prononcée le 30 juillet 2008 pour que «l'Union prenne elle-même la responsabilité de définir un cadre lui permettant, ou permettant aux États membres, de réagir face à des investissements qui toucheraient des entreprises ou des secteurs stratégiques ou particulièrement sensibles, venant ainsi compléter des réglementations nationales dont la compatibilité avec les règles européennes de concurrence reste incertaine».

À ce stade, l'Union a exclu une intervention réglementaire européenne et privilégie l'utilisation des instruments existants au niveau des États membres, sous le contrôle de la CJCE.

13. Mesures nationales de protection de la sécurité

Nous étudions ci-dessous les réglementations de cinq pays, tous membres de l'OCDE, en matière d'investissements étrangers : France (13.1), Royaume-Uni (13.2) et Allemagne (13.3), qui sont aussi membres de l'UE, États-Unis (13.4) et Australie (13.5). Tous ces pays prônent la liberté d'investissement, mais interprètent la notion de sécurité nationale de façon plus ou moins extensive.

À chaque fois, nous décrivons comment la réglementation est appliquée aux fonds souverains, notamment aux États-Unis et en Australie, qui réservent un traitement particulier aux

⁸ L. Cohen-Tanugi (2008).

investisseurs publics étrangers. Il en est de même au Canada, au Mexique, en Islande ou en Espagne.

13.1. France

13.1.1. Décret anti-OPA

Selon la loi du 9 décembre 2004, sont soumis à autorisation préalable du ministre chargé de l'Économie, les investissements étrangers en France dans une activité :

- participant « à l'exercice de l'autorité publique » ;
- « de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale » ;
- « de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives »⁹.

La nature de ces activités a été précisée par un décret du 30 décembre 2005¹⁰, dit décret anti-OPA car adopté dans le contexte des rumeurs d'une OPA de l'américain PepsiCo sur Danone. Cependant, le décret s'applique aussi bien aux sociétés cotées que non cotées et ne concerne pas le domaine alimentaire. Les secteurs protégés sont limitativement énumérés et relèvent des jeux d'argent (au nom de la lutte contre le blanchiment de capitaux), de la sécurité publique et de la défense.

Il s'agit des onze activités suivantes :

- jeux d'argent ;
- sécurité privée ;
- développement de moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite d'agents pathogènes ou toxiques (antidotes) ;

⁹ CMF, art. L.151-3.

¹⁰ CMF, art. R.153-2.

- interception des communications ;
- sécurité des systèmes d'information (deux activités) ;
- technologies duales¹¹ ;
- cryptologie ;
- industrie secret défense ;
- armement ;
- étude ou fourniture d'équipements au profit du ministère de la Défense.

Les opérations visées par la réglementation sont en particulier celles réalisées par des investisseurs non européens¹² et aboutissant à l'acquisition du contrôle¹³, de la minorité de blocage (plus de 33,33 % du capital) ou d'une branche d'activité d'une société française exerçant une des activités sensibles ci-dessus mentionnées¹⁴.

De telles opérations effectuées par des entreprises établies dans l'UE, mais contrôlées par des actionnaires ressortissants de pays tiers, sont également concernées (investissements indirects). La Commission européenne a demandé à la France, par un avis motivé en date du 12 octobre 2006, de modifier le dispositif sur ce point, au motif qu'il est contraire à la libre circulation des capitaux et à la liberté d'investissement¹⁵. Le gouvernement français a répondu le 11 décembre 2006. La procédure semble gelée depuis lors : la France n'a pas modifié son décret et la Commission n'a pas saisi la CJCE. Néanmoins, le cas n'est pas formellement clos.

11 Technologies à double usage, civil et militaire.

12 Investisseurs non ressortissants d'un État membre de l'UE ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace Économique Européen (EEE) ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative. Les États parties à l'EEE sont la Norvège, l'Islande et le Lichtenstein.

13 Au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

14 La réglementation applicable aux investissements réalisés en France par un investisseur européen n'est pas étudiée dans le cadre de cet ouvrage.

15 La Commission européenne considère également que les investissements dans le secteur des jeux devraient être traités dans le cadre de la transposition en France de la directive relative au blanchiment de capitaux.

En ce qui concerne la procédure, l'investisseur étranger doit, préalablement à la réalisation d'une opération entrant dans le champ d'application du décret, adresser une demande d'autorisation au ministre chargé de l'Économie. Celui-ci examine si l'investissement envisagé est susceptible de porter atteinte à l'autorité publique, l'ordre public, la sécurité publique ou les intérêts de la défense nationale¹⁶. Il doit se prononcer dans un délai de deux mois ; à défaut, l'opération est réputée autorisée.

Le ministre peut subordonner son autorisation à certaines conditions destinées à protéger les intérêts nationaux¹⁷ : préservation par l'investisseur de la pérennité des activités ou des capacités de production ou de recherche, maintien de la sécurité des approvisionnements, exécution par l'entreprise française de ses obligations contractuelles intéressant la sécurité ou la défense, cession de l'activité sensible à un tiers ou, au contraire, interdiction de céder cette activité. En tout état de cause, les conditions doivent être proportionnelles au risque encouru.

Le ministre peut aussi refuser d'autoriser le projet d'investissement si les intérêts nationaux ne peuvent être préservés ou si l'investisseur est susceptible de commettre certaines infractions pénales (trafic de stupéfiants, blanchiment de capitaux, terrorisme, corruption, etc.). Les décisions du ministre peuvent faire l'objet d'un recours pour excès de pouvoir conformément au droit commun.

Lorsqu'une opération est réalisée au mépris de l'autorisation requise ou des conditions imposées, le ministre peut l'annuler, la modifier, enjoindre à l'investisseur de ne pas y donner suite, ou rétablir la situation antérieure. L'investisseur s'expose également à des sanctions pécuniaires et pénales.

¹⁶ CMF, art. L.151-3.

¹⁷ CMF, art. R.153-8.

13.1.2. Application aux fonds souverains

Les fonds souverains qui investissent dans une société française exerçant une activité sensible sont soumis à la procédure d'autorisation préalable décrite ci-dessus, s'ils visent à acquérir le contrôle ou plus de 33,33 % du capital de la société française.

Ainsi, l'acquisition en 2008 de 100 % de Cegelec, spécialiste français de l'ingénierie électrique intervenant notamment pour la défense et le nucléaire, par Qatari Diar, filiale de QIA, le fonds souverain du Qatar, a fait l'objet d'une demande d'autorisation au ministère de l'Économie et des Finances. Celui-ci a autorisé l'opération sous certaines conditions et après de longues négociations, auxquelles ont été associées la direction générale pour l'armement du ministère de la Défense, la direction des applications militaires du CEA¹⁸ et le CNES¹⁹.

Les fonds souverains perçoivent la France comme un pays réticent à accueillir leurs investissements. Pourtant, le régime français est moins restrictif et offre plus de sécurité et de prévisibilité que la plupart des régimes applicables dans les autres pays industrialisés.

En premier lieu, le dispositif français ne réserve pas de traitement particulier aux fonds souverains ni plus généralement aux entités contrôlées par des gouvernements : il vise indifféremment les opérations réalisées par les investisseurs de pays tiers à l'Europe, sans distinguer selon leur nature publique ou privée, contrairement aux États-Unis ou à l'Australie par exemple.

¹⁸ Commissariat à l'énergie atomique.

¹⁹ Centre national d'études spatiales.

En deuxième lieu, le seuil de participation (33,33 %) ²⁰ au-delà duquel la réglementation s'applique est plus élevé que dans d'autres pays, tels que l'Allemagne (25 %) ou les États-Unis (10 %).

En troisième lieu, les secteurs sanctuarisés sont déterminés de manière limitative et précise, souvent par référence à des textes encadrant l'activité concernée, ce qui limite les marges d'interprétation de la part des autorités. D'autres États se réfèrent à des notions aux contours flous, telles que la sécurité ou l'ordre publics, susceptibles d'être interprétées de manière extensive. En outre, le dispositif français n'inclut pas les secteurs de l'énergie ou des infrastructures, contrairement au régime de plusieurs autres pays.

En quatrième lieu, la procédure française offre une triple sécurité : l'investisseur peut interroger l'administration avant une opération afin de vérifier si celle-ci entre effectivement dans le champ d'application de la réglementation, ce qui lui permet d'avoir la visibilité nécessaire avant même de prendre la décision d'investir. L'absence de décision à l'issue de deux mois d'instruction vaut acceptation de l'opération, ce qui garantit l'investisseur contre tout risque de voir un projet traîner en longueur et devoir être abandonné. Les éventuelles conditions dont peut être assortie une autorisation doivent être proportionnelles au risque encouru, les motifs de rejet sont limitativement énumérés et les décisions sont susceptibles de recours.

Le dispositif s'est appliqué à soixante-neuf opérations entre 2006 et 2007, dont soixante-huit en matière de défense et une en matière de sécurité publique ²¹. Aucun investissement n'a été rejeté, mais certains ont été autorisés sous condition. Aucun recours n'a été formé contre ces décisions.

²⁰ Sauf si une participation moindre permet de contrôler la société.

²¹ Source : Demarolle (2008).

13.2. Royaume-Uni

13.2.1. Enterprise Act

Aux termes de l'Enterprise Act de 2002 sur le contrôle des concentrations, le ministre de l'Industrie (Secretary of State for the Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform) peut bloquer les investissements étrangers portant atteinte à l'« intérêt public ».

L'intérêt public est défini par référence à la « sécurité nationale ». Depuis octobre 2008, il inclut aussi le « maintien de la stabilité du système financier du Royaume-Uni ». Le ministre de l'Industrie peut modifier la définition de l'intérêt public par ordonnance (*order*) et y ajouter d'autres domaines²². L'ordonnance peut être émise à tout moment, y compris en cours d'instruction. Le ministre peut donc, à l'occasion d'une opération particulière qui ne porte pas atteinte à la sécurité nationale, décider qu'elle met néanmoins en cause l'intérêt public et relève de ce fait de la procédure spéciale décrite ci-dessous. Toutefois, l'ordonnance ministérielle ne devient définitive qu'après approbation par le parlement, qui doit se prononcer dans les vingt-huit jours.

Les opérations concernées sont en principe les concentrations, c'est-à-dire les opérations de prise de contrôle²³ ou de fusion dans lesquelles l'entreprise britannique acquise réalise un chiffre d'affaires supérieur à £ 70 millions (ou résultant en l'acquisition au Royaume-Uni d'une part de marché au moins égale à 25 %). Toutefois, quand bien même une opération ne serait pas une concentration, elle peut être soumise à la procédure ci-dessous si

²² Enterprise Act, art. 42-3, 58 et 124-7.

²³ La notion de contrôle est définie par référence à la détention de plus de 50 % des droits de vote, au contrôle de fait ou à la capacité d'exercer une influence significative.

elle affecte un contractant du gouvernement dans le secteur de la défense.

En cas d'opération menaçant l'intérêt public, le ministre de l'Industrie saisi l'OFT (Office of Fair Trading), qui instruit l'affaire et émet un rapport²⁴. Le ministre peut ensuite autoriser l'opération, la subordonner à des engagements de nature à éviter que l'intérêt public soit compromis ou saisir la Commission de la concurrence (Competition commission). Dans ce dernier cas, la Commission doit, dans un délai de vingt-quatre semaines, se prononcer sur le risque d'atteinte à l'intérêt public. Si la Commission considère qu'il existe un tel risque, le ministre peut bloquer l'opération ou imposer des mesures de sauvegarde ; sa décision doit intervenir dans les trente jours de la réception du rapport de la Commission et être publiée.

13.2.2. Application aux fonds souverains

La législation du Royaume-Uni, de par la marge d'interprétation de la notion d'intérêt public et le mécanisme des ordonnances, peut lui permettre de s'opposer à l'acquisition par un fonds souverain du contrôle d'une entreprise britannique importante. Le Royaume-Uni l'a déjà fait, sous l'empire d'une législation antérieure, en contraignant le fonds du Koweït, qui avait acquis 20 % de BP en 1988, à réduire sa participation à 9,9 % pour éviter qu'il puisse exercer une influence sur l'entreprise pétrolière.

Toutefois, le Royaume-Uni est perçu comme un pays libéral, accordant peu d'importance à la nationalité des investisseurs et très critique vis-à-vis de tout protectionnisme. Compte tenu du rôle de Londres comme place financière, de nombreux fonds y ont des bureaux, comme KIA (Koweït), ADIA (Abu Dhabi), BIA

²⁴ Dans le délai spécifié par le ministre.

(Brunei), Temasek et GIC (Singapour) ; CIC, le fonds chinois, pourrait aussi s'y installer.

Le Royaume-Uni est de loin le pays européen où les fonds souverains sont le plus présents. Ils ont investi dans le secteur financier d'abord : 36 % du capital de Barclays Bank sont aux mains des fonds souverains de Singapour, de Chine et du Qatar (avec d'autres actionnaires qataris) ; plus de 20 % de Standard Chartered sont détenus par Temasek (Singapour) et ICD (Dubai) ; le London Stock Exchange appartient aux fonds du Qatar et de Dubai à plus de 35 %. Ils ont aussi investi dans d'autres secteurs, tels que l'énergie – KIA (Koweït) et SAFE (Chine) détiennent des participations dans BP, QIA (Qatar) et ICD (Dubai) sont chez BHP Billiton – ou la distribution – des fonds qataris possèdent plus du quart du capital de Sainsbury's.

Si les autorités britanniques sont *a priori* ouvertes aux fonds souverains, elles se sont en revanche vivement inquiétées lors de la rumeur en février 2006 d'une offre de l'entreprise publique russe Gazprom sur Centrica, qui détient British Gas. Elles ont alors étudié les moyens légaux de contrôler les investissements étrangers susceptibles de compromettre la sécurité des approvisionnements du Royaume-Uni. Gazprom n'a finalement pas formulé d'offre et la législation n'a pas été modifiée sur ce point. Le ministre de l'Industrie a néanmoins indiqué à cette occasion que toute prise de contrôle qui poserait des questions stratégiques serait soumise à examen minutieux de la part des autorités.

13.3. Allemagne

13.3.1. Nouveau régime

L'Allemagne a adopté en février 2009 une loi renforçant le contrôle des investissements étrangers. Ceux-ci peuvent être contrôlés *a posteriori* par le ministre fédéral de l'Économie s'ils présentent un risque pour l'« ordre public » ou la « sécurité nationale ».

La réglementation ne mentionne explicitement aucun secteur d'activité particulier. L'exposé des motifs de la loi laisse à penser que celle-ci vise à protéger les secteurs stratégiques, tels que la défense (déjà couverte par la précédente législation), mais aussi l'énergie, les télécommunications et certains services publics.

Les opérations concernées sont les acquisitions réalisées par un investisseur non européen et portant sur 25 % ou plus du capital d'une société allemande. Les investissements étrangers directs et indirects sont visés : la réglementation s'applique aux investisseurs qui ne sont pas ressortissants de l'UE ou de l'AELE²⁵, et à ceux qui sont ressortissants de l'UE ou de l'AELE mais qui sont détenus à au moins 25 % par un actionnaire qui ne l'est pas²⁶.

L'investisseur étranger peut déclarer son projet d'acquisition au ministre fédéral de l'Économie, qui doit rendre un avis dans les trente jours. À défaut, le ministre a trois mois suivant l'annonce de l'offre publique ou la signature du contrat de cession pour examiner l'opération, s'il estime qu'elle présente un danger pour l'ordre public ou la sécurité. L'investisseur doit alors communiquer toute l'information pertinente au ministre, qui peut, dans un délai de deux mois, interdire l'investissement ou le soumettre à conditions. Dans les deux cas, le ministre doit obtenir l'aval du gouvernement fédéral.

Les conditions peuvent consister à prohiber ou à limiter l'exercice des droits de vote de l'investisseur dans la société allemande ou à désigner un mandataire à l'effet de dénouer l'opération. Si le ministre interdit l'investissement, celui-ci est annulé. S'il s'abstient de répondre dans les deux mois, l'opération est réputée acceptée.

²⁵ L'Association européenne de libre échange a pour membres la Norvège, l'Islande, la Suisse et le Liechtenstein.

²⁶ Le seuil de 25 % est réduit si l'investisseur direct européen et son actionnaire d'un pays tiers sont liés par une convention de vote concernant la société allemande.

13.3.2. Application aux fonds souverains

Le nouveau dispositif, qui vise sans discrimination les investisseurs étrangers publics ou privés, est susceptible de s'appliquer aux investissements réalisés par des fonds souverains dans des sociétés allemandes. C'est d'ailleurs entre autres la crainte suscitée Outre-Rhin par la montée en puissance de ces fonds qui a poussé le gouvernement à renforcer sa législation.

Bien que le nouveau régime soit censé ne s'appliquer que dans des circonstances exceptionnelles, il offre peu de sécurité et de prévisibilité aux investisseurs étrangers, fonds souverains ou autres. D'une part, il laisse aux autorités une marge de manœuvre importante dans l'appréciation des notions générales d'ordre public et de sécurité. D'autre part, s'agissant d'un contrôle *a posteriori* sauf avis favorable préalable, il fait planer un doute après la réalisation de l'opération sur sa validité ou ses conditions, qui plus est pendant une période très longue (cinq mois).

Ces caractéristiques pourraient compromettre l'attractivité de l'Allemagne comme pays d'accueil des investissements en provenance de pays tiers à l'Europe.

13.4. États-Unis

13.4.1. CFIUS

Les États-Unis ont renforcé leur législation sur les investissements étrangers aux termes du Foreign Investment and National Security Act (FINSA), entré en vigueur le 24 octobre 2007 et mis en œuvre par des *regulations* en date du 14 novembre 2008²⁷. Les investissements étrangers présentant un risque pour la « sécurité »

²⁷ Le FINSA a modifié le Defense Production Act de 1950, tel qu'amendé par l'Omnibus Trade and Competitiveness Act de 1988 (dit amendement Exon-Florio).

du pays sont examinés par un comité interministériel, placé sous la présidence du Département du Trésor – Committee on Foreign Investments in the United States ou CFIUS –, et peuvent être suspendus ou interdits par le président des États-Unis.

La notion de sécurité nationale est interprétée de manière extensive et englobe la défense, les infrastructures et les technologies critiques, l'énergie, les technologies duales, ainsi que les opérations des investisseurs contrôlés par un gouvernement étranger. Le CFIUS peut considérer tout autre facteur qu'il estime approprié pour déterminer si une opération présente un risque pour la sécurité nationale²⁸.

Les opérations visées sont celles permettant à un investisseur étranger de prendre le contrôle d'une entreprise américaine. Le contrôle est défini comme le pouvoir de prendre les décisions importantes par le niveau de participation au capital, le nombre de sièges au conseil d'administration ou tout autre moyen. Les prises de participations n'excédant pas 10 % des droits de vote d'une société américaine sont exclues du champ d'application de la procédure, à condition toutefois que la participation soit exclusivement détenue à des fins d'investissement passif.

L'investisseur étranger peut notifier son projet d'investissement au CFIUS. Un processus de consultation préalable est possible et même encouragé pour que le dossier de notification soit complet. Le CFIUS peut aussi diligenter une procédure de sa propre initiative, y compris après la réalisation d'une opération. Il a trente jours à compter de sa saisine pour décider, sur la base d'une analyse fournie par la direction des renseignements généraux, si l'opération présente des risques pour la sécurité nationale. Si tel est le cas, il doit conduire une enquête complémentaire dans un délai de quarante-cinq jours.

²⁸ Department of the Treasury, «Guidance concerning the national security review conducted by the CFIUS», Billing code 4810-25.

Le CFIUS peut recommander de suspendre ou interdire l'opération ; la décision finale appartient alors au président des États-Unis, qui a quinze jours pour statuer. Le CFIUS peut aussi soumettre l'opération à conditions ou conclure un accord de limitation des risques avec l'investisseur. En cas de non-respect, il peut imposer des mesures pour mettre fin aux risques, telle que la vente de certaines activités, ou annuler l'opération.

Le CFIUS doit rendre compte de son activité au Congrès, après la conclusion de chaque procédure, en certifiant l'absence de problèmes non résolus de sécurité nationale, et dans des rapports annuels détaillés. Cent quarante-sept opérations lui ont été soumises en 2007.

13.4.2. Application aux fonds souverains

Le dispositif américain de contrôle des investissements est peu favorable aux fonds souverains. En effet, le contrôle public des fonds établit une sorte de présomption de risque pour la sécurité nationale des États-Unis.

La réforme de 2007 a été adoptée notamment pour faire face à l'intensification des activités des investisseurs publics étrangers aux États-Unis. Elle résulte d'intenses débats au Congrès, suscités par deux opérations controversées. La première est le projet d'acquisition en 2005 par CNOOC, une entreprise d'État chinoise, de la société américaine d'énergie Unocal. Plusieurs parlementaires se sont opposés au projet, aux motifs que CNOOC utilisait des fonds publics pour faire son enchère et qu'Unocal disposait d'une technologie sensible. CNOOC a été contrainte de se retirer.

La seconde opération est l'acquisition en 2006 par Dubaï Ports World (DPW), filiale du fonds souverain de Dubaï ICD, d'une société britannique (P&O) contrôlant l'exploitation des ports de New York, Newark, Philadelphie, Baltimore, Miami et la Nouvelle-Orléans. Alors que l'opération avait initialement reçu l'aval du

CFIUS dès la première période d'examen de trente jours, elle a subi le feu croisé de membres du Congrès, notamment en rapport avec les attentats du 11 septembre 2001. Devant la polémique, DPW a dû céder, pour des raisons de sécurité nationale, les activités américaines au groupe américain AIG.

La nouvelle réglementation a renforcé le contrôle des investissements publics étrangers. Toute opération dans laquelle l'acquéreur est un gouvernement étranger ou une entité contrôlée par un gouvernement étranger, notamment un fonds souverain, doit être soumise au CFIUS pour examen et, sauf exception, pour enquête.

Le CFIUS s'attache en particulier aux considérations suivantes²⁹ :

- ➔ quelle est l'attitude de l'État concerné au regard des accords de non-prolifération ?
- ➔ la politique d'investissement de l'acquéreur étranger est-elle fondée sur des motifs exclusivement commerciaux ?
- ➔ ses décisions sont-elles prises de manière indépendante du gouvernement et sa structure de gouvernance permet-elle de garantir cette indépendance ?
- ➔ l'investisseur est-il transparent quant à ses objectifs, son cadre institutionnel et son information financière ?
- ➔ se conforme-t-il aux normes des pays dans lesquels il investit, notamment en matière de communication ?

Plus généralement, le dispositif américain laisse à l'administration une latitude importante dans l'interprétation des notions de « sécurité nationale », de « contrôle » ou d'« infrastructures critiques », ce qui compromet la sécurité et la prévisibilité juridiques.

²⁹ Department of the Treasury, « Guidance concerning the national security review conducted by the CFIUS », Billing code 4810-25.

Enfin, la procédure est longue : si l'examen et l'enquête du CFIUS sont enfermés dans des délais stricts de soixante-quinze jours au total, la phase de pré-notification, qui précède généralement la notification définitive pour s'assurer que le CFIUS dispose de toutes les informations nécessaires lorsqu'il commence son examen officiel, peut rallonger les délais de plusieurs mois.

En janvier 2009, le CFIUS a autorisé la création d'une joint-venture entre la société américaine de haute technologie AMD et un fonds souverain d'Abu Dhabi (voir 18.3.).

Si les interdictions sont très rares, la menace d'un veto présidentiel peut décourager des projets d'acquisition ou permettre d'imposer des modifications substantielles.

13.5. Australie

13.5.1. Intérêt national

Aux termes du Foreign Acquisitions and Takeovers Act de 1975, certains investissements étrangers sont soumis à autorisation préalable, laquelle peut être refusée si l'opération est contraire à l'«intérêt national».

Les investissements étrangers³⁰ soumis à autorisation sont :

- les acquisitions d'au moins 15 %³¹ d'une entreprise australienne dont la valeur excède AUD 100 millions ;
- les créations d'entreprise pour un montant au moins égal à AUD 10 millions ;

30 Hors investissements réalisés par des ressortissants américains qui sont soumis à des règles différentes.

31 Le seuil de 15 % s'applique en cas d'investissement par un seul étranger ; il est porté à 40 % en cas d'investissements par plusieurs étrangers.

- les acquisitions de sociétés étrangères dont les filiales ou actifs australiens excèdent AUD 200 millions et représentent moins de 50 % des actifs totaux ;
- les investissements dans les médias ;
- certains investissements immobiliers ;
- les investissements, quel que soit leur montant, effectués par des États étrangers ou leurs agences (voir 13.5.2).

Pour déterminer si une opération est contraire à l'intérêt national, le gouvernement australien se réfère aux «préoccupations de la communauté australienne». Outre les médias et l'immobilier directement visés par la loi, certains secteurs sont ainsi considérés comme sensibles : la banque, l'aviation civile, les aéroports, les navires et les télécoms.

L'investisseur étranger doit notifier son projet d'investissement préalablement à sa réalisation au Foreign Investment Review Board, qui instruit le dossier. La décision est prise par le Treasurer (ministre des Finances), qui peut rejeter l'opération si elle est contraire à cet intérêt national ou imposer des conditions pour la rendre compatible avec l'intérêt national. L'absence de réponse dans les trente jours suivant la notification vaut acceptation.

13.5.2. Application aux fonds souverains

L'Australie examine tout projet d'investissement par un investisseur public étranger, indépendamment de son montant, de l'importance de la participation acquise, de l'activité de la société australienne concernée et de l'existence d'un risque pour l'intérêt public.

Très sensibilisé au sujet, notamment du fait des investissements des entreprises publiques chinoises dans les ressources minières australiennes (voir 11.1), le gouvernement australien a émis le 17 février 2008 une directive concernant spécifiquement les

investissements des États étrangers et de leurs agences, fonds souverains et entreprises publiques.

La directive vise à tenir compte des objectifs politiques ou stratégiques que peuvent poursuivre les investisseurs publics étrangers. Elle précise six critères que le gouvernement doit examiner :

- L'investisseur est-il contrôlé par l'État ou agit-il de manière indépendante ? Le gouvernement australien examine notamment la gouvernance de l'investisseur, la répartition de son capital et s'il agit à des conditions de marché.
- L'investisseur agit-il conformément au droit et de manière transparente ? Poursuit-il des objectifs commerciaux clairement définis ? En ce qui concerne les fonds souverains, le gouvernement examine aussi leur politique d'investissement et la façon dont ils envisagent d'exercer leurs droits de vote dans la société australienne concernée.
- L'investissement est-il susceptible de porter atteinte à la concurrence ou de résulter en une position dominante ou une concentration dans le secteur d'activité concerné ?
- L'investissement a-t-il une incidence sur le budget de l'État ou ses autres politiques ? Par exemple, l'investissement doit être assujéti à l'impôt comme les opérations des investisseurs privés et être compatible avec la politique environnementale du pays.
- L'investissement affecte-t-il la capacité de l'Australie à préserver sa sécurité et ses intérêts stratégiques, à savoir sa défense, ses infrastructures critiques et son énergie nucléaire ?
- Quelles sont les conséquences de l'investissement sur la stratégie et les activités de l'entreprise australienne ? Sur ses employés et ses créanciers ? Sur la recherche et le développement, les imports-exports, la transformation de matières premières et les relations industrielles ? L'investisseur a-t-il l'intention de restructurer l'entreprise ? Quelle est la part résiduelle des ressortissants australiens dans le capital et la direction de l'entreprise ?

Il sera intéressant d'étudier l'application que le gouvernement australien fera de ces principes dans le cadre de la crise économique. Celle-ci affecte en particulier les prix des ressources minières du pays, et la survie de ses grands producteurs tels que Rio Tinto, OZ Minerals (notamment propriétaire d'un gisement d'uranium) et Fortescue Metals Group. Ces groupes font tous les trois l'objet d'offres de rachat total ou partiel par des entreprises publiques chinoises, prêtes à les renflouer en échange de participations au capital ou d'acquisitions d'activités (voir 11.1). Canberra est confrontée au choix entre garder le plein contrôle de ses minerais, mais mettre en péril ses fleurons en la matière et les emplois qui en dépendent, ou accepter l'argent chinois parfois perçu comme le retour du « péril jaune ».

14. Autres instruments juridiques

En dehors des règles sur la protection de la sécurité nationale, un certain nombre d'instruments juridiques peuvent permettre aux pays d'accueil de protéger tel ou tel intérêt qui serait considéré comme pouvant être compromis par l'entrée d'un fonds souverain au capital d'une entreprise : le contrôle des concentrations (14.1), la réglementation sectorielle applicable à certaines activités (14.2), les *golden shares* détenues par les États dans des entreprises stratégiques (14.3), les règles de droit boursier et de droit des sociétés (14.4).

En effet, les fonds souverains, comme tout autre investisseur, sont censés respecter les règles en vigueur dans les pays où ils investissent. Toutefois, le non-respect de ces règles peut s'avérer plus difficile à sanctionner s'agissant de fonds souverains, dans la mesure où ceux-ci pourraient prétendre bénéficier de l'immunité de juridiction applicable aux États étrangers.

Les règles d'immunité souveraine divergent selon les pays d'accueil, nuisant à la sécurité et à la prévisibilité juridique. Une tendance semble cependant se dégager, selon laquelle l'immunité ne s'applique pas lorsque l'État étranger est impliqué dans des activités commerciales, comme une personne privée pourrait l'être, par opposition à ses fonctions réglementaires ou gouvernementales régies par le droit public.

Les opérations financières d'investissement et de placement auxquelles se livrent les fonds souverains devraient *a priori* être qualifiées à cette fin d'opérations commerciales. Toutefois, dans l'attente d'une clarification et d'une harmonisation des législations sur ce point, la meilleure garantie pour les co-contractants de fonds souverains reste d'obtenir une renonciation écrite de la part de ces derniers à toute immunité de juridiction éventuellement applicable.

14.1. Contrôle des concentrations

La prise de contrôle d'une entreprise par un investisseur est soumise au régime des concentrations si l'opération dépasse une certaine taille. La notion de contrôle et la taille de l'opération sont définies par les législations nationales ou internationales applicables.

En droit européen par exemple, le contrôle est défini comme la possibilité pour l'investisseur d'exercer une influence déterminante sur l'activité de l'entreprise, ses biens, la composition ou les décisions de ses organes. La taille est définie par référence aux montants de chiffre d'affaires réalisés par l'investisseur et par l'entreprise cible dans l'UE et au niveau mondial.

Les opérations qui remplissent ces critères peuvent être soumises à restrictions, voire interdites, si elles entravent la concurrence ou aboutissent à une position dominante sur un ou plusieurs marchés de produits et/ou de services dans une zone géographique déterminée.

Ces règles sont susceptibles de s'appliquer à un fonds souverain qui souhaiterait prendre le contrôle d'une entreprise de taille importante. Des restrictions pourraient être imposées si le fonds avait déjà des participations dans des sociétés intervenant sur le même marché que l'entreprise cible, créant un risque de concentration.

14.2. Activités réglementées

De nombreux pays connaissent des restrictions aux investissements réalisés dans certaines activités.

C'est souvent le cas dans le secteur bancaire et des assurances, pour assurer le respect des règles prudentielles. En France par exemple, toute prise de participation directe ou indirecte supérieure à certains seuils, par un investisseur d'un pays non européen, dans un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement français doit être soumise à l'autorisation préalable du CECEI³². Lorsqu'une telle prise de participation intervient dans une entreprise d'assurance, elle doit être déclarée au Comité des entreprises d'assurances qui peut s'opposer à l'opération dans les trois mois. Au Royaume-Uni, le ministre de l'Industrie peut, depuis octobre 2008, s'opposer plus largement à toute opération mettant en cause la stabilité du système financier (voir 13.2).

Tel est aussi souvent le cas dans le domaine de la presse, pour garantir la pluralité des médias et la liberté d'expression. En France³³, la participation étrangère dans une société titulaire d'une autorisation relative à un service de radio ou de télévision par voie hertzienne terrestre assurée en langue française, ou dans une société qui édite des publications en langue française,

³² Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

³³ Loi du 30 septembre 1986, modifiée par la loi du 5 mars 2007 relative à la modernisation de la diffusion audiovisuelle et la télévision du futur.

ne peut dépasser 20 %. Au Royaume-Uni³⁴, le ministre de l'Industrie peut s'opposer ou imposer des restrictions aux opérations d'acquisition dans les médias écrits ou audiovisuels. Ces législations permettraient, par exemple, de se prémunir contre le risque d'achat d'une chaîne de télévision européenne par un fonds souverain d'un État totalitaire où la liberté d'expression n'est pas garantie.

D'autres secteurs peuvent être protégés selon les pays : l'eau – au Royaume-Uni³⁵, la Competition commission doit examiner tout projet de rapprochement entre entreprises évoluant dans ce secteur –, le pétrole et le gaz, l'électricité, les télécommunications, le transport aérien ou la pharmacie. Un fonds souverain souhaitant investir dans l'une de ces activités devrait se conformer à la réglementation locale applicable.

14.3. Actions spécifiques

De nombreuses entreprises d'importance stratégique pour un pays relèvent du secteur public ou sont d'anciennes sociétés publiques qui ont été privatisées. Si l'on regarde le portefeuille de participations détenues par l'État français – EDF, GDF-Suez, France Télécom, La Poste, EADS, Areva, Thales, Safran, la SNCF, Renault, Air France-KLM, Aéroports de Paris, France Télévision, Radio France, etc. –, l'on mesure qu'il s'agit d'entreprises particulièrement importantes économiquement, socialement et politiquement.

Lorsque l'État contrôle l'entreprise, les prises de participation doivent généralement être autorisées. Même lorsque la société a été privatisée, l'État peut conserver des actions spécifiques (*golden shares*) qui lui confèrent des droits allant au-delà de

³⁴ Communications Act 2003, art. 375-377.

³⁵ Water Industry Act de 1991, tel que modifié par l'Enterprise Act de 2002.

ceux liés à sa qualité d'actionnaire résiduel et à la quotité du capital encore détenue : limitation des investissements de tiers à un pourcentage déterminé du capital, participation à certaines décisions importantes ou désignation de membres des organes de direction.

Ces actions spécifiques permettent donc à l'État de continuer à surveiller la conduite de la politique de l'entreprise, même s'il ne la contrôle plus. Elles permettent également de garantir le maintien d'une présence étatique dans des secteurs jugés stratégiques, comme la défense nationale bien sûr, mais aussi l'énergie qui n'est pas considérée par l'OCDE comme relevant de la sécurité nationale. Elles peuvent aussi dissuader les investisseurs étrangers, tels que des fonds souverains, d'entrer dans le capital de sociétés dans lesquels leurs pouvoirs seraient amoindris.

S'agissant des actions spécifiques détenues par les États membres de l'UE, *a priori* contraires à la liberté de circulation des capitaux, la CJCE admet cette modalité juridique de contrôle si elle satisfait un certain nombre de critères (non-discrimination, pertinence, proportionnalité, voies de recours, etc. ; voir 12.2), et notamment si elle correspond à une « nécessité impérieuse d'intérêt général ». À cet égard, et sous réserve du respect des autres critères rappelés ci-dessus, la Cour reconnaît une telle nécessité en matière de sécurité des approvisionnements en produits pétroliers³⁶ ou en énergie³⁷, compte tenu du caractère vital de l'indépendance énergétique des États. De même, la garantie d'un service minimum dans les télécommunications³⁸ ou la garantie du

³⁶ CJCE, 4 juin 2002, aff. 483/99, Commission c/ France.

³⁷ CJCE, 4 juin 2002, aff. 503/99, Commission c/ Belgique ; CJCE, 14 février 2008, aff. 274/06, Commission c/ Espagne ; CJCE, 17 juillet 2008, aff. 207/07, Commission c/ Espagne.

³⁸ CJCE, 13 mai 2003, aff. 463/00, Commission c/ Espagne.

service postal universel³⁹ sont admises par la Cour comme pouvant constituer des raisons impérieuses d'intérêt général.

La création d'un système de *golden share* qui garantirait le contrôle des secteurs vitaux a même été évoquée au niveau européen pour protéger les entreprises de l'UE opérant dans des services d'intérêt général ou des industries stratégiques contre les investissements des fonds souverains.

14.4. Droit boursier et des sociétés

Un fonds souverain acquérant une participation dans une entreprise locale est tenu de se conformer aux lois et règlements applicables dans le pays dont relève cette entreprise et, en particulier, aux règles boursières et aux dispositions du droit des sociétés.

Si l'entreprise locale concernée est cotée, le fonds doit ainsi se soumettre à l'ensemble des obligations d'information prévues par la réglementation boursière en vigueur, notamment déclarations des franchissements de seuil à la société concernée et aux autorités de marché, déclaration d'intention ou obligation de lancer une OPA au-delà de certains seuils, possibilité pour la société cible de mettre en œuvre, dans les limites légales, des mesures de défense.

Par ailleurs, un fonds souverain représenté au conseil d'administration ou de surveillance d'une société doit agir conformément à l'intérêt social et/ou à son devoir fiduciaire (*fiduciary duty*) – notions que connaissent la plupart des pays européens et anglo-saxons –, de même qu'aux règles sur la prévention des conflits d'intérêt (correspondant en France à celles applicables aux conventions réglementées), qui permettent de limiter les risques de comportement non commercial.

³⁹ CJCE, 28 septembre 2006, aff. 282/04 et 283/04, Commission c/ Pays-Bas.

15. Dangers du protectionnisme

Sur le plan juridique, les barrières aux investissements étrangers sont incompatibles, sauf pour ce qui concerne la sécurité nationale, avec les principes de l'OCDE, les règles de l'OMC et, pour les pays européens, les dispositions du traité de l'UE.

Sur le plan économique, les mesures protectionnistes sont dommageables : elles limitent la croissance et le développement, empêchent une allocation efficace des ressources, découragent la concurrence, freinent les progrès sociaux et environnementaux. Elles entravent le financement de nouveaux investissements et privent les secteurs protégés et les pays concernés de capitaux qui leur sont pourtant nécessaires.

Sur le plan politique, le protectionnisme est illégitime : les opérateurs de l'OCDE ont investi dans les pays émergents au nom de la seule logique de marché, sans nécessairement prendre en compte les intérêts de ces pays. Ainsi, les grandes entreprises occidentales ont pris le contrôle des réseaux d'électricité, d'eau ou de transport des pays du tiers-monde. Les institutions financières allemandes, italiennes et françaises ont acquis la quasi-totalité des réseaux bancaires et d'assurance des pays d'Europe de l'Est. Les entreprises américaines investissent en Amérique latine ou en Irak pour les ressources naturelles. Il est aujourd'hui difficile de refuser aux pays émergents ce que les pays industrialisés ont obtenu avant eux, sauf à assumer un système à deux vitesses, à deux poids deux mesures, proche de la xénophobie.

D'autant que les craintes suscitées par les fonds souverains et à l'origine du regain de protectionnisme ne sont pas avérées. L'étude empirique des investissements des fonds souverains n'établit pas qu'ils investissent à des fins politiques, qu'ils présentent des risques pour la stabilité du système financier international, qu'ils aient un comportement nuisible en termes d'emplois, d'investissements, de localisation, qu'ils abusent de leurs pouvoirs ou qu'ils pillent les technologies des pays développés.

Selon le Comité de l'investissement de l'OCDE, chargé en particulier de la surveillance des investissements étrangers dans les pays membres, « il n'y a pas de cas d'atteinte à la sécurité nationale dans les pays d'accueil du fait d'investissement par des fonds souverains ou par des entités sous contrôle étatique étranger »⁴⁰. Selon le ministre des Finances de la Norvège, « il n'y a pas de preuve à [sa] connaissance de fonds souverains investissant pour d'autres motifs que l'optimisation du rendement financier »⁴¹. Pour le président de Blackstone, dont 10 % du capital est détenu par le fonds souverain chinois CIC, « il n'y a quasiment pas de différence entre un investisseur fonds souverain et un fonds de pension public américain »⁴².

De nombreux fonds souverains ont des politiques explicites contre l'acquisition du contrôle des entreprises dans lesquelles ils investissent. Les moyens, humains et matériels, dont ils disposent sont souvent limités et ne leur permettent en général pas une implication active dans la gestion des sociétés du portefeuille au-delà de l'exercice de la fonction d'investisseur professionnel. Les activités de quelques fonds qui peuvent poursuivre des intérêts stratégiques ne devraient pas porter préjudice à la grande majorité des autres fonds. En outre, près de la moitié des sociétés cotées sur les grandes bourses sont entre les mains de non-résidents sans que personne ne s'en émeuve.

Enfin, la crise de 2008-2009 peut laisser penser que les fonds souverains vont consacrer une part plus importante de leurs ressources à leur fonction de stabilisation (voir 3.1) et au développement local, ce qui diminue d'autant le risque d'investissement dans les pays de l'OCDE fondé sur des motivations politiques.

⁴⁰ Rapport d'étape, 8 octobre 2008.

⁴¹ Forum OCDE 2008.

⁴² Forum Davos 2008.

Les membres du G7, lors de leur réunion à Rome des 13 et 14 février 2009 sur la situation économique mondiale, ont réaffirmé qu'un système ouvert d'investissement est indispensable à la prospérité globale et se sont engagés à lutter contre le protectionnisme.

La tendance majoritaire actuelle est donc de considérer que les mécanismes nationaux de contrôle des investissements étrangers sont suffisants et ne doivent être utilisés qu'en dernier ressort, si la sécurité nationale l'exige.

Pour le reste, les craintes sur les motivations des fonds souverains pourraient être apaisées s'ils respectaient un certain nombre de bonnes pratiques, visant à améliorer le niveau de leur transparence et la qualité de leur gouvernance.

↵ Chapitre 4 ↵

Bonnes pratiques

En dehors des réactions protectionnistes de tel ou tel État individuellement, les instances politiques multilatérales ont choisi de répondre aux défis posés par les fonds souverains par l'adoption de bonnes pratiques, tant de la part des fonds que des pays d'accueil.

Il s'agit d'inciter les fonds souverains à suivre des normes de comportement exemplaires, en particulier en matière de gouvernance et de transparence, en invitant en échange les pays destinataires de leurs investissements à plus d'ouverture à leur égard. Le respect de ces règles de bonne conduite par les fonds souverains permet de dissiper la méfiance des pays occidentaux, lesquels peuvent alors appliquer des principes favorisant l'accueil des fonds souverains. L'adoption réciproque de bonnes pratiques par les pays émergents et les pays industrialisés favorise la confiance mutuelle et le maintien d'un environnement d'investissement libre, stable et ouvert.

Ainsi, à l'occasion des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale les 20 et 22 octobre 2007, les pays du G7¹ ont demandé au FMI de mener des travaux multilatéraux pour définir des bonnes pratiques pour les fonds souverains et à l'OCDE de faire de même pour établir celles des pays d'accueil. Début 2008,

¹ États-Unis, Canada, Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie, Japon.

l'UE² s'est prononcée en faveur de ces travaux, dans le respect du principe d'ouverture aux investissements, de proportionnalité et de transparence, ainsi que des obligations issues du traité européen.

Les États-Unis, Abu Dhabi et Singapour ont émis le 20 mars 2008 une déclaration commune pour soutenir les travaux du FMI et de l'OCDE et définir les principes de base qui devraient être adoptés. Pour les fonds souverains, engagement formel de fonder leurs investissements sur des motivations purement commerciales, diffusion d'informations sur leurs objectifs, leur cadre institutionnel, leur stratégie et leur performance, mise en place de structures de gouvernance et de systèmes de contrôle développés, concurrence équitable avec le secteur privé et respect des règles des pays d'accueil. Pour ces derniers, absence de barrières protectionnistes à l'encontre des investissements étrangers, existence d'un cadre réglementaire clair, stable et prévisible en la matière, non-discrimination selon la qualité des investisseurs et proportionnalité des restrictions pour raisons de sécurité nationale.

Les travaux de l'OCDE sur les bonnes pratiques des pays d'accueil à l'égard des fonds souverains s'inscrivent dans le cadre du projet sur la « liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs stratégiques » (voir 12.1). Ils sont menés par le Comité de l'investissement et sont le fruit d'une consultation entre quarante-quatre États³ et la Commission européenne. Ils ont donné lieu à une déclaration des pays de l'OCDE les 4 et 5 juin 2008⁴, aux termes de laquelle les principes de liberté d'investissement, de non-discrimination entre investisseurs, de transparence, de prévisibilité, de proportionnalité et de responsabilité ont été déclarés

² Communication de la Commission européenne du 27 février 2008 ; conclusion du Conseil européen des 13 et 14 mars 2008.

³ Les trente États membres de l'OCDE et quatorze autres États.

⁴ Le Chili, l'Estonie et la Slovaquie y ont adhéré le 5 juin 2008.

applicables aux investissements des fonds souverains dans les pays d'accueil. Le rapport définitif du Comité de l'investissement de l'OCDE est attendu pour la mi-2009.

Les travaux multilatéraux menés dans le cadre du FMI sur les bonnes pratiques des fonds souverains sont achevés et ont résulté en l'élaboration concertée d'un code de bonne conduite (16). Celui-ci pourrait utilement être complété par le principe de réciprocité, c'est-à-dire par une meilleure ouverture des pays d'origine des fonds souverains aux investisseurs des pays d'accueil (17).

16. Code de conduite

Sous l'égide du FMI (16.1) et afin d'apporter une réponse collective aux critiques qui se développaient dans les médias et certains pays d'accueil à l'encontre des fonds souverains, un groupe de travail composé des principaux fonds a adopté un ensemble de normes de bonne conduite (16.2). Il s'agit d'un système d'auto-régulation, dont la mise en œuvre repose sur le bon vouloir des fonds souverains et de leurs États d'origine (16.3).

16.1. Les travaux du FMI

Le FMI⁵ a organisé à Washington en novembre 2007 la première table ronde des gestionnaires d'actifs souverains et de réserves officielles, pour un échange d'idées et d'expériences dans ce domaine.

⁵ Le FMI a cent quatre-vingt cinq membres.

Un groupe de travail international (GTI)⁶ a été organisé en mai 2008, regroupant vingt-trois États membres du FMI possédant des fonds souverains : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Guinée Équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor Leste, Trinidad et Tobago, les Émirats arabes unis et les États-Unis. La Banque mondiale, l'OCDE, l'Arabie Saoudite, le Vietnam et le sultanat d'Oman ont également participé aux travaux en qualité d'observateurs permanents.

Animé et coordonné par le FMI, le GTI avait pour objet d'identifier et rédiger un ensemble de principes reflétant les pratiques et les objectifs d'investissement des fonds souverains. Il s'est réuni trois fois, à Washington, Singapour et Santiago (Chili), pour rédiger ces principes.

Aux fins de ces travaux, le FMI a fait diligenter une enquête visant à recenser les pratiques en usage, à laquelle une vingtaine de fonds ont répondu sur une base volontaire et confidentielle. Les résultats ont été publiés le 15 septembre 2008.

Le GTI a également bénéficié des apports de la Commission européenne, de l'OCDE, de la Banque mondiale, ainsi que des représentants de pays d'accueil : Australie, Brésil, Canada, France, Allemagne, Inde, Italie, Japon, Espagne, Afrique du Sud, Royaume-Uni et États-Unis.

À la troisième réunion de Santiago, le GTI a arrêté un ensemble de principes et pratiques généralement acceptés (PPGA)⁷ par les fonds souverains, dits «Principes de Santiago». Ils ont été publiés le 11 octobre 2008 à l'occasion de l'assemblée annuelle du FMI. Ils se composent de vingt-quatre PPGA et de commentaires, qui

⁶ International Working Group of sovereign wealth funds (IWG).

⁷ Generally accepted principles and practices (GAPP).

constituent un guide à l'attention des fonds souverains existants ou futurs.

16.2. Les Principes de Santiago

Aux termes des Principes de Santiago, les fonds souverains se sont attachés à :

- renforcer la confiance des pays d'accueil ;
- réduire les pressions protectionnistes contre leurs investissements ;
- contribuer à l'ouverture et la stabilité du système financier mondial ;
- préserver la liberté des mouvements de capitaux et des investissements.

L'un des objectifs les plus importants des Principes de Santiago est de garantir l'indépendance des fonds souverains par rapport au pouvoir politique. Pour isoler le processus d'investissement des pressions politiques, les Principes instaurent une répartition des droits et des obligations entre l'État actionnaire et les gestionnaires des fonds. Afin de dissiper les inquiétudes liées à la poursuite d'intérêts stratégiques ou politiques, ils privilégient les modes de gestion indiciaire⁸ du portefeuille et les investissements motivés par la recherche de rentabilité financière. Pour réduire les risques d'intervention des pouvoirs publics, ils favorisent la surveillance des fonds souverains par les marchés financiers au niveau mondial.

L'autre objectif fondamental des Principes de Santiago est l'amélioration du niveau de transparence des fonds souverains. Une transparence accrue aide les acteurs du marché à mieux appréhender le comportement des fonds et mieux anticiper leurs décisions. Elle crée la confiance, affaiblit les risques de déstabilisation

⁸ Dont la valeur évolue comme celle d'un indice de marché.

du système financier et diminue les tendances protectionnistes. Elle est perçue par les autres investisseurs comme un signe de qualité et contribue à améliorer la valorisation des entreprises dans lesquelles les fonds investissent⁹.

Les Principes ont également pour objet :

- d'insérer les opérations des fonds souverains dans la politique macroéconomique de leur pays et d'inclure leurs flux et positions dans les comptes fiscaux, monétaires et budgétaires ;
- d'améliorer la qualité de la gouvernance des fonds et de mettre en place des mécanismes appropriés de contrôle interne, gestion des risques et reddition de comptes ;
- de garantir le respect des règles en vigueur dans les pays d'accueil, notamment en ce qui concerne les obligations en matière d'information, et de favoriser une concurrence loyale avec les investisseurs du secteur privé.

Nous allons revoir en détail les recommandations formulées par le GTI en matière de politique d'investissement (16.2.1), politique de financement (16.2.2), gestion des risques (16.2.3.), cadre juridique (16.2.4), gouvernance (16.2.5), transparence (16.2.6) et règles des pays d'accueil (16.2.7). Le texte des Principes de Santiago est reproduit en page 178.

16.2.1. Politique d'investissement

Les objectifs des fonds souverains, leur stratégie et leur politique d'investissement doivent être clairement précisés (PPGA 2 et 18). Ils doivent être déterminés en concertation avec les autorités compétentes concernées, notamment fiscales et monétaires, et s'insérer dans le cadre de la politique macroéconomique globale (PPGA 3). En effet, les fonds souverains sont souvent établis pour

⁹ Kotter et Lel (2008).

des raisons macroéconomiques (voir 3 ci-avant) et leurs activités peuvent avoir un impact important sur les finances publiques, les conditions monétaires, la balance des paiements et le bilan de leur État d'origine. Les objectifs autres qu'économiques ou financiers doivent être définis de manière restrictive et leur poursuite doit être spécifiquement autorisée.

La politique d'investissement, qui doit s'appuyer sur des principes de gestion de portefeuille adéquats (PPGA 18), précise comment réaliser les objectifs en fonction de la stratégie définie. Elle indique l'allocation des actifs, les besoins en liquidités du fonds, le niveau de tolérance aux risques, la possibilité pour le fonds d'utiliser l'effet de levier et les produits dérivés (PPGA 18.1). Lorsque le fonds recourt à des gestionnaires externes, elle doit en faire état et préciser l'étendue de leurs pouvoirs, les conditions de leur nomination et les modalités de contrôle de leurs performances (PPGA 18.2).

L'allocation stratégique des actifs est généralement basée sur un portefeuille ou un indice de référence (*benchmark*)¹⁰. Elle détermine les classes d'actifs dans lesquelles le fonds peut investir (actions, obligations, immobilier, produits dérivés, etc.), la répartition géographique et sectorielle de ses investissements, le niveau admissible de concentration sur des participations individuelles. Elle évolue avec le temps et doit être revue périodiquement.

Les décisions d'investissement doivent être conformes aux objectifs, à la stratégie et à la politique d'investissement du fonds. Elles doivent viser à optimiser les rendements financiers corrigés des risques et se fonder sur des motifs économiques et financiers (PPGA 19). Si elles sont basées sur d'autres motifs, ceux-ci doivent être clairement définis dans la politique d'investissement et rendus publics (PPGA 19.1). Ainsi, certains fonds peuvent être

¹⁰ Exemples d'indices de référence : le CAC 40 ou le S&P 500.

amenés à exclure certains investissements pour diverses raisons d'ordre éthique, religieux ou social par exemple.

Lorsqu'un fonds souverain est actionnaire, il est censé exercer ses droits de manière cohérente avec sa politique d'investissement et de façon à préserver la valeur de sa participation (PPGA 21).

16.2.2. Politique de financement

Les règles, procédures ou accords relatifs au financement, aux retraits et aux dépenses des fonds souverains doivent être clairement fixés et cohérents avec leurs objectifs (PPGA 4). Ils doivent refléter les mécanismes de partage des risques entre le gouvernement ou la banque centrale, d'une part, et les fonds souverains, d'autre part.

Les règles de retrait dépendent des types de fonds : certains fonds conservent leurs capitaux et revenus et ne font de retraits que pour couvrir leurs dépenses d'exploitation ; d'autres versent des dividendes annuels prédéfinis ; d'autres enfin peuvent servir à alimenter le budget de leur pays d'origine en fonction de priorités nationales ou de besoins spécifiques. Il est souhaitable d'inscrire les retraits dans la politique budgétaire pour assurer la cohérence des politiques macroéconomiques.

16.2.3. Gestion des risques

Les fonds souverains doivent être dotés d'un système permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques de leurs activités (PPGA 22). Ce système doit assurer que les risques n'excèdent pas le niveau de tolérance défini dans la politique d'investissement, comporter des mécanismes fiables de remontée d'informations et être régulièrement soumis à un audit indépendant (PPGA 22.1).

Les risques auxquels sont confrontés les fonds souverains dans leurs opérations d'investissement peuvent être classés en quatre grandes catégories.

La première est celle des risques financiers : il s'agit principalement des risques de marché (taux d'intérêt, taux de change, prix des actions, cours des matières premières), de crédit et de liquidités. Les risques opérationnels, eux, comprennent les risques humains (incompétence, fraude), les risques sur la poursuite des activités, les risques technologiques et les risques juridiques. Les risques réglementaires proviennent de modifications des lois et des règlements applicables aux activités des fonds souverains dans leur État d'origine et dans les pays d'accueil. Enfin, le risque d'image est l'effet qu'une publicité négative concernant les pratiques d'un fonds, qu'elle soit exacte ou erronée, peut entraîner (baisse de rendement des investissements, frais de procédure, perte de garanties, atteinte à la réputation internationale du gouvernement du pays d'origine).

Les risques financiers sont généralement évalués et gérés par l'utilisation de méthodes et de modèles quantitatifs. Il convient qu'ils soient régulièrement soumis à des scénarios de crise (*stress tests*) pour évaluer les effets potentiels de variations des taux ou des prix et ceux de chocs macroéconomiques ou financiers.

En ce qui concerne les risques opérationnels, il est recommandé aux fonds d'établir une répartition des tâches et une chaîne de responsabilités, tant au niveau opérationnel (par exemple, entre *front*, *middle* et *back-office*) qu'au niveau de la direction (par exemple, entre le comité d'investissement et le comité de gestion des risques). Des instruments fiables de contrôle des risques doivent être développés et mis en œuvre. Pour faire face aux risques de catastrophe naturelle ou de panne technologique, il est utile de prévoir un plan de crise, comprenant des sites alternatifs d'activités.

S'agissant des risques réglementaires, il est important de rechercher les contraintes légales et juridiques dans chacun des pays où le fonds investit et de conduire régulièrement des études mesurant l'impact que pourraient avoir des changements dans l'environnement réglementaire.

16.2.4. Cadre juridique

Le cadre juridique des fonds souverains doit garantir leur sécurité juridique et celle de leurs activités (PPGA 1.1). Ce principe suppose que :

- la création du fonds souverain soit autorisée par une loi du pays d'origine ;
- les propriétaires en droit et les bénéficiaires des produits soient identifiés ;
- la direction du fonds soit habilitée à investir les actifs du fonds.

Peu importe en revanche que le fonds ait ou non une personnalité juridique distincte, qu'il soit régi par le droit public ou le droit privé, par des textes spécifiques ou par le droit commun des sociétés (voir 6.1), du moment que le cadre juridique offre la stabilité requise.

16.2.5 Gouvernance

La structure de gouvernance doit être stable et organiser un partage clair et effectif des rôles et des responsabilités entre l'État actionnaire, l'organe de direction et les gestionnaires du fonds souverain (PPGA 6).

L'État actionnaire

L'actionnaire doit définir les objectifs du fonds, désigner les membres de son organe de direction et contrôler ses activités

(PPGA 7). L'actionnaire s'entend de l'État, qui possède, selon le cas, le fonds ou les actifs gérés par le fonds.

C'est donc à l'État qu'il appartient tout d'abord de déterminer les objectifs du fonds, en fonction des dispositions législatives applicables ou, à défaut, de manière discrétionnaire. Les objectifs recouvrent la politique générale d'investissement du fonds, sa mission et les niveaux de risques acceptables.

L'État doit également nommer les membres de l'organe de direction du fonds, notamment lorsque celui-ci est organisé sous la forme d'une entité juridique séparée. Les procédures de désignation et les compétences requises doivent être clairement définies.

L'État a enfin un devoir de contrôle, dont les modalités d'exercice dépendent de la forme juridique du fonds. En tout état de cause, un système approprié de remontée d'informations doit être mis en place pour lui fournir une image exacte de la performance du fonds, de sa situation financière et de sa gestion des risques.

L'État actionnaire peut devoir rendre compte de la réalisation des objectifs du fonds au parlement ou aux citoyens (PPGA 10).

L'organe de direction

L'organe de direction peut prendre la forme d'un conseil d'administration ou d'un *trustee*, d'une commission ou d'un comité. Lorsque le fonds est dépourvu de personnalité morale, c'est généralement une émanation du ministère des Finances ou de la banque centrale. Les fonctions et responsabilités de l'organe de direction, ainsi que le nombre de ses membres, les modalités de leur nomination et de leur révocation, la durée de leur mandat doivent être clairement définis dans le document constitutif du fonds.

L'organe de direction doit disposer de l'autorité et des compétences requises et agir dans le meilleur intérêt du fonds (PPGA 8). Il doit être structuré de manière telle qu'il puisse exercer ses

missions de façon effective, indépendante et objective. Un système de rémunération susceptible d'attirer et de fidéliser des professionnels qualifiés peut être instauré.

L'organe de direction est chargé d'établir la stratégie du fonds en vue de réaliser les objectifs définis par l'État. Il peut également décider la façon dont cette stratégie doit être mise en œuvre, nommer et révoquer les dirigeants exécutifs (présidents et directeurs généraux), déléguer des missions et constituer des comités, tels que le comité d'audit ou le comité d'investissement. Lorsque le fonds est une entité juridique distincte, l'organe de direction contrôle la gestion des dirigeants exécutifs et rend compte à l'État actionnaire (PPGA 10).

L'organe de direction est ultimement responsable de la performance du fonds. Celle-ci doit pouvoir être mesurée de manière fiable, qu'elle soit absolue ou relative à un référentiel, et être communiquée selon des règles clairement définies (PPGA 23).

La gestion opérationnelle

Les gestionnaires du fonds doivent mettre en œuvre sa stratégie de manière indépendante et selon des règles claires de responsabilité (PPGA 9).

Les gestionnaires sont en charge de la gestion quotidienne du fonds. Ils prennent les décisions d'investissement et de désinvestissement, ainsi que celles relatives aux ressources humaines et aux finances. Ils doivent agir dans le meilleur intérêt du fonds. Ils sont comptables de leur gestion devant l'organe de direction lorsque le fonds est doté de la personnalité morale et, sinon, devant l'État actionnaire (PPGA 10).

Afin de renforcer la confiance des pays d'accueil, il est important que les gestionnaires soient libres de toute influence ou interférence politique. Si l'État définit les objectifs généraux du fonds, il ne lui appartient pas d'intervenir dans les décisions individuelles sur tel ou tel projet. La gestion opérationnelle doit être

conduite de manière indépendante, de façon à garantir que les décisions et opérations d'investissement soient fondées sur des motifs économiques et financiers, cohérents avec les objectifs du fonds et sa stratégie d'investissement.

La gestion opérationnelle du fonds peut être assurée par la banque centrale ou une agence réglementaire, en particulier lorsque le fonds est dépourvu de personnalité juridique distincte, être confiée à une entité séparée dotée d'un organe de direction habilité à exécuter la politique générale d'investissement établie par le gouvernement, ou être déléguée à un prestataire de services extérieur.

Dans ce dernier cas, des accords de gestion écrits doivent être conclus afin de prévoir la mission des gestionnaires, la performance attendue, le niveau de risques acceptable, la périodicité des rapports d'information, les modalités de rémunération et, le cas échéant, la méthodologie d'investissement ou l'équipe de gestion choisie (PPGA 18.2).

Les relations avec les dépositaires doivent également reposer sur des considérations économiques et financières et obéir à des règles et des procédures précises (PPGA 14).

Normes de conduite

Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de l'organe de direction, de l'équipe de gestion et du personnel (PPGA 13). Ceux-ci doivent avoir la formation et les qualifications requises, bénéficier d'une protection juridique adéquate (couverture indemnitaire ou système d'assurance) et être soumis à un code de conduite. Ce dernier doit être établi à l'initiative de l'organe de direction et comprendre des principes de *compliance* (conformité) et de résolution des conflits d'intérêts.

La gestion des actifs d'un fonds souverain doit être effectuée conformément aux règles de la gestion d'actifs conventionnelle

(PPGA 19.2). Les missions du fonds doivent être exercées avec vigilance, compétence et diligence. Les commissions et frais encourus dans le cadre de ses activités doivent être raisonnables dans leur montant, faire l'objet de procédures claires et être communiqués à l'organe de direction ou l'actionnaire.

16.2.6. **Transparence**

Nous distinguons les informations qui doivent être publiées, de celles qui doivent seulement être portées à la connaissance de l'organe de direction ou de l'actionnaire.

Information à publier

La finalité du fonds souverain et sa politique d'investissement doivent être rendues publiques (PPGA 2 et 18.3), de même que l'information financière pertinente pour attester de l'orientation économique et financière du fonds (PPGA 17). Il s'agit des objectifs du fonds, de la composition de son portefeuille, des indices de référence éventuellement utilisés, de son taux de rentabilité, de son degré d'exposition aux risques et de son recours à l'effet de levier. Cette obligation permet de vérifier que le fonds se comporte en adéquation avec la stratégie affichée et qu'il ne poursuit pas d'objectifs politiques. À cet égard, si des facteurs autres que financiers et économiques sont pris en compte pour fonder les décisions d'investissement, ils doivent être divulgués (PPGA 19.1).

La source de financement, ainsi que l'approche générale des retraits et des dépenses du fonds souverain, doivent être rendus publics afin d'améliorer la connaissance de la façon dont sont utilisés les deniers de l'État (PPGA 4.1 et 4.2).

Les caractéristiques principales de la structure juridique du fonds souverain doivent être publiées, de même que les relations entre le fonds et les autres organismes étatiques, tels que les banques centrales, les banques de développement ou les entreprises

publiques (PPGA 1.2). Cette publication contribue à une meilleure compréhension de l'organisation institutionnelle du fonds et du rôle de celui-ci dans la gestion des deniers publics par rapport à celui des autres organismes étatiques.

Le cadre de gouvernance, les fonctions et responsabilités de l'organe de direction, le degré d'autonomie opérationnelle des gestionnaires par rapport à l'État doivent être publiés (PPGA 8 et 16). Cette obligation a en particulier pour objet de permettre aux pays d'accueil de vérifier si les décisions d'investissement sont prises indépendamment de toute ingérence du pouvoir politique.

Lorsque le fonds souverain détient une participation en capital dans une société, il doit révéler au préalable s'il entend exercer ses droits de vote et comment (PPGA 21). Il peut publier un communiqué indiquant, par exemple, qu'il votera en fonction des intérêts financiers du fonds. Il doit également divulguer son intention quant à une éventuelle représentation au conseil d'administration ; lorsqu'il siège au conseil, ses représentants doivent exercer leurs devoirs d'administrateurs dans l'intérêt de la société. Le fonds est également invité à publier *a posteriori* le vote de ses représentants pour permettre aux observateurs de vérifier qu'ils ont agi selon des considérations économiques et financières.

L'approche générale du fonds en matière de gestion des risques doit être rendue publique (PPGA 22.2). Toutefois, certaines informations sensibles, telles que l'existence de sites alternatifs, peuvent ne pas être divulguées.

Information périodique

Les fonds souverains doivent établir un rapport annuel sur leurs activités et leurs résultats, en conformité avec les normes comptables internationalement reconnues et avec leurs pratiques antérieures (PPGA 11). Le rapport annuel doit comporter les comptes du fonds et présenter ses actifs, passifs et résultats. Les comptes doivent être préparés sur la base de principes comptables internationaux (ou équivalents nationaux) appliqués chaque année,

de façon à assurer que l'information sur les investissements et la rentabilité soit claire, exacte, sincère et comparable. Il est important que les comptes du fonds incluent ses passifs latents et ses engagements hors-bilan.

Les opérations et les comptes du fonds doivent faire l'objet d'audits internes réguliers et d'un audit externe annuel (PPGA 12). L'audit interne doit être indépendant de la direction opérationnelle du fonds et donner lieu à des rapports périodiques soumis à l'État actionnaire ou à l'organe de direction (ou l'un de ses comités). L'audit externe doit être effectué chaque année en conformité avec les standards internationaux (ou équivalents nationaux), de manière à garantir que les comptes soient réguliers et donnent une image fidèle de la situation financière et de la performance du fonds à tous égards significatifs. L'auditeur externe doit être indépendant, soumis à de strictes conditions de qualification et sélectionné selon un processus transparent, libre de toute interférence politique. Son rapport d'audit doit être intégré aux états financiers et soumis à l'actionnaire ou à l'organe de direction.

Les fonds souverains doivent transmettre en temps utile les informations statistiques pertinentes aux agences nationales concernées, pour inclusion dans les données macroéconomiques (PPGA 5). Compte tenu de la puissance financière des fonds souverains, il est en effet important que leurs activités puissent être prises en compte dans les statistiques, sous peine de fausser l'analyse économique et de tromper les utilisateurs de ces données, en particulier les décideurs politiques.

16.2.7. Règles des pays d'accueil

Les opérations et les activités d'un fonds souverain dans un pays d'accueil doivent être réalisées conformément à la réglementation en vigueur dans ce pays et aux obligations applicables en matière d'information financière (PPGA 15).

En particulier, les fonds sont invités, dans les pays d'accueil, à :

- se conformer aux règlements des marchés financiers, en ce compris les obligations de publication et les règles sur les délits d'initiés et manipulations de cours ;
- communiquer aux autorités compétentes, sur demande et à titre confidentiel, les informations financières et non financières requises par les lois et les règlements applicables ;
- se soumettre aux enquêtes ou aux procédures administratives obligatoires éventuellement diligentées et coopérer avec les autorités réglementaires ;
- se conformer au régime sur les concentrations ;
- respecter toutes les règles fiscales applicables.

En contrepartie, les fonds souverains s'attendent à ce que les pays d'accueil ne les soumettent pas à des règles, conditions, restrictions ou procédures plus contraignantes que celles applicables à d'autres investisseurs placés dans des circonstances similaires (principe de non-discrimination).

Par ailleurs, les fonds souverains ne doivent pas rechercher ou tirer profit d'informations privilégiées ou d'une position dominante pour concurrencer les entités privées (PPGA 20). Ce principe a pour objet de favoriser une concurrence loyale des fonds souverains, malgré leur statut étatique, avec les entités privées. En revanche, il ne fait pas obstacle à ce que les pays d'accueil leur reconnaissent, le cas échéant, certains privilèges, tels que l'immunité souveraine de juridiction (voir 14) ou l'immunité fiscale souveraine (voir 6.5).

16.3. Analyse

Le premier mérite des Principes de Santiago est d'exister. Leur adoption par le GTI était un vrai défi, compte tenu de la culture du secret de certains fonds souverains et de leur grande diversité, quant à leur histoire, leurs ressources, leurs objectifs, leur stratégie,

leur cadre de gouvernance, leurs pratiques de gestion, leurs visions politiques, le niveau de développement de leur pays d'origine.

En outre, le contexte de crise financière, de forte volatilité des marchés de matières premières, d'instabilité politique chez certains des États participants a rendu la tâche encore plus difficile. Néanmoins, les fonds se sont mis d'accord en un temps record, aux termes d'un processus ayant duré seulement quatre mois. Ce succès témoigne d'une véritable volonté politique de la part des fonds.

Nous allons analyser ci-dessous le contenu (16.3.1) et la portée (16.3.2) des Principes de Santiago.

16.3.1. Contenu

Les Principes de Santiago apparaissent assez complets, même s'ils ne sont pas parfaits : ils sont le résultat d'une négociation et constituent nécessairement un compromis. Edwin Truman, qui a élaboré des questionnaires détaillés et classé les fonds souverains en fonction de leurs qualités en matière de gouvernance et de transparence (voir 10.2), a comparé les Principes de Santiago à sa propre grille d'évaluation. Il estime qu'un fonds qui les respecterait obtiendrait une note égale à 74 sur 100.

Le domaine le plus faible est celui de la transparence. Beaucoup d'éléments, s'ils doivent être communiqués à l'actionnaire, n'ont pas à être publiés. Les fonds sont hostiles à un excès de transparence, qui pourrait les défavoriser sur le plan de la concurrence et nuire à leur performance. Toutefois, certains éléments auraient utilement pu figurer parmi les informations devant être publiées et le défaut de communication au public limite la responsabilité des fonds souverains vis-à-vis des citoyens.

Ainsi, les Principes de Santiago ne prévoient pas la publication du montant des actifs sous gestion et de son évolution, des rapports annuels, des états financiers, des rapports d'audit externe,

des filiales, des normes éthiques suivies par le fonds ou des règles de surveillance qui lui sont applicables dans son pays d'origine.

En outre, si la composition du portefeuille doit être publiée, les Principes ne donnent aucun détail à ce sujet : il se peut donc que la publication ne comporte pas toutes les précisions souhaitables concernant les classes d'actifs, la répartition par pays et par secteurs, la ventilation en devises, la quote-part de capital représentée par les participations, les méthodes de valorisation employées, les plafonds d'investissement éventuellement applicables ou les investissements individuels par émetteur.

Quoi qu'il en soit, les Principes de Santiago marquent le début d'un dialogue continu entre les fonds souverains et les pays d'accueil, porteur d'une meilleure compréhension réciproque.

16.3.2. Portée

Les Principes de Santiago ont la nature de simples recommandations, sans portée contraignante et dépourvues de sanctions. Ils constituent des instruments d'autorégulation concertée. Leur adoption et leur mise en œuvre par les fonds souverains et leurs États d'origine sont libres et laissées à leur appréciation. La question fondamentale est donc de savoir si les fonds souverains vont en pratique souscrire et appliquer les Principes de Santiago.

À cet égard, les Principes spécifient que leur application est soumise aux lois, aux règlements et aux obligations en vigueur dans les pays d'origine des fonds. Certaines règles de ces pays peuvent donc faire obstacle à l'exécution de telle ou telle bonne pratique, par exemple sur le cadre de gouvernance ou les obligations de transparence.

Par ailleurs, certains fonds souverains n'ont pas participé aux travaux du GTI, que ce soit en qualité de membre ou d'observateur.

Tel est le cas des fonds de Hong Kong, d'Algérie, du Brunei, du Kazakhstan, du Venezuela, du Nigeria, de la Malaisie, de Taïwan, du Brésil, du Botswana et de la Colombie. D'autres, tels que la Chine, y ont participé, mais ont exprimé des réticences. Il sera intéressant d'observer si ces fonds se conforment aux Principes. Il conviendra également d'analyser l'attitude de fonds très opaques, comme ceux d'Arabie Saoudite, et de fonds très récents, comme ceux de Russie.

En revanche, certains fonds ont d'ores et déjà adhéré aux Principes de Santiago, parmi les plus importants, notamment Temasek et GIC de Singapour, mais aussi ADIA. On se souvient que l'opacité des fonds de Dubaï et d'Abu Dhabi avait été pointée du doigt devant le Congrès américain (voir 10.2). Face à ces critiques, les émirats ont tenu à rassurer la communauté occidentale. Sans attendre la publication du code de bonne conduite, le gouvernement d'Abu Dhabi a déclaré que ses fonds suivaient de bonnes pratiques (voir 18). Par la suite, les Émirats arabes unis ont non seulement participé à l'élaboration des Principes de Santiago, mais co-présidé le GTI, soulignant leur implication dans le processus. Depuis, ADIA a indiqué avoir établi un comité chargé de veiller au respect des Principes.

Adhésion ne signifie en effet pas nécessairement respect. Il faudra s'assurer de l'application effective des Principes de Santiago par les fonds souverains qui y ont adhéré. Le code de bonne conduite prévoit à cet égard que chaque fonds est censé revoir son fonctionnement existant à la lumière des Principes et évaluer régulièrement leur mise en œuvre. Les résultats doivent être communiqués à l'organe de direction ou à l'actionnaire, qui peut choisir de les publier (PPGA 24). Le suivi de cette recommandation se fait toutefois là aussi sur une base volontaire.

La démarche de concertation qui a été engagée par le FMI avec les fonds souverains, à l'instar de ce qui avait été fait par d'autres instances en 2007 et 2008 avec les fonds de capital investissement et les

fonds de gestion alternative¹¹, devrait favoriser l'application effective des Principes de Santiago. Une telle démarche a en effet permis aux fonds souverains d'élaborer eux-mêmes les pratiques auxquelles ils acceptaient de se soumettre, plutôt que de se les voir imposer.

Pour favoriser la diffusion, la compréhension et le respect des Principes de Santiago, le GTI a mis en place un groupe permanent. Celui-ci est également chargé de réexaminer périodiquement le code de bonne conduite selon les besoins, de procurer aux fonds souverains un cadre pour échanger entre eux et avec les pays d'accueil, et de collecter, diffuser et expliquer des données agrégées sur les activités des fonds souverains.

Les Principes en matière de transparence devraient en outre permettre aux intéressés – politiques, médias, acteurs du marché financier, public dans les pays d'origine et les pays d'accueil – de déterminer si un fonds se conforme, au moins partiellement, au code de bonne conduite. Afin de favoriser le partage d'une appréciation unique par toutes les parties prenantes, cette surveillance pourrait être centralisée par un organisme unique, chargé de rassembler les informations (ou l'absence d'informations) concernant les matières couvertes par les Principes, de les analyser et de les diffuser auprès des intéressés. Cette fonction pourrait être assumée par le FMI ou la Banque mondiale, qui ont déjà l'expérience de la surveillance de plusieurs codes de conduite et standards internationaux.

En cas de non-respect des Principes de Santiago, et à défaut de peines spécifiques, la sanction la plus efficace devrait être celle des acteurs du marché. Les fonds récalcitrants s'exposeraient à une méfiance accrue dans les pays d'accueil, de la part des autorités en charge du contrôle des investissements étrangers, des investisseurs cherchant à monter un tour de table ou des entreprises désireuses de lever des fonds. Des tensions protectionnistes

¹¹ Rapport du Walker Group sur les fonds de *private equity*, 20 novembre 2007 ; rapport du Large Group sur les *hedge funds*, 22 janvier 2008.

pourraient surgir, risquant de rejaillir à l'encontre de l'ensemble des fonds souverains. Les fonds défaillants pourraient ainsi se retrouver également confrontés à la pression de leurs pairs, les fonds souverains respectueux du code de bonne conduite voulant éviter l'application de restrictions sur leurs activités.

Les fonds souverains qui ne se conformeraient pas aux Principes devraient à tout le moins être amenés à en justifier les raisons, selon la méthode du *comply or explain*, voire être expulsés du GTI (ou du groupe qui lui succédera). Ces pressions pourraient contribuer à inciter les fonds récalcitrants à se soumettre aux recommandations, comme cela a été le cas pour les fonds britanniques de *private equity*.¹²

Inversement, la mise en œuvre des Principes de Santiago pourrait devenir un gage de qualité, garantissant que le fonds poursuit des motivations financières et satisfait à des standards minimums de transparence et de gouvernance. Les fonds souverains devraient trouver là une forte incitation à se conformer à ce code de bonne conduite.

17. Réciprocité

Il est une règle qui n'est pas couverte dans les Principes de Santiago : celle de la réciprocité en matière d'investissements étrangers. Les pays de l'OCDE s'emploient à promouvoir l'ouverture des marchés de capitaux et s'obligent à une libéralisation unilatérale des restrictions pouvant exister à l'encontre des investissements étrangers, sous réserve des mesures nécessaires à la

¹² Les fonds qui n'appliquent pas les principes du Rapport du Walker Group peuvent se faire exclure de la British Venture Capital Association : confrontés à cette menace, certains fonds, qui ne publiaient pas leurs rapports annuels, l'on fait en ligne.

protection de leur sécurité (voir 12.1). En revanche, les pays d'origine des fonds souverains sont pour la plupart nettement moins ouverts aux investissements des pays de l'OCDE.

Les régimes des pays émergents se caractérisent, selon les cas, par une discrimination à l'encontre des investisseurs étrangers, par une absence de transparence et de prévisibilité de la réglementation – multiplicité des textes applicables ou au contraire absence de règles codifiées, critères d'évaluation flous si ce n'est arbitraires, procédures longues –, par une absence de proportionnalité des restrictions imposées à l'investissement et/ou par l'impossibilité de contester les décisions, à l'opposé des principes prônés par l'OCDE en la matière.

Ce sont particulièrement les pays avec des fonds souverains importants qui maintiennent actuellement les régimes les plus stricts. Aux Émirats arabes unis, les investisseurs étrangers ne peuvent détenir plus de 49 % d'une société locale. Ce seuil est abaissé à 40 % dans les industries liées au pétrole et au gaz. Des restrictions particulières s'appliquent dans les secteurs des télécommunications, du tourisme et des assurances. D'autres limitations importantes et non codifiées s'appliquent dans les industries sensibles, telles que l'énergie, la défense, l'eau, la production d'électricité. La procédure (notification, autorité compétente, durée, voies de recours) n'est pas spécifiée¹³.

La Chine a plus de deux cents lois et textes, émanant de différentes autorités, susceptibles d'affecter les investissements étrangers¹⁴. La réglementation est complexe et opaque. Si les investis-

¹³ Source : Deutsche Bank Research (2008).

¹⁴ En particulier : Catalogue for the guidance of foreign investment industries (tel que révisé à compter du 1^{er} décembre 2007) ; Regulations of the acquisition of domestic enterprise by foreign investors (entrée en vigueur le 8 septembre 2006) ; Guiding opinion concerning the advancement of adjustments of state capital and the restructuring of state-owned enterprises (décembre 2006) ; Enterprises income tax law (entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2008) ; Property rights law (entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2007) ; Anti-monopoly law (entrée en vigueur le 1^{er} août 2008).

sements étrangers sont encouragés dans certains secteurs pour satisfaire à des besoins spécifiques de l'économie, les «industries ou entreprises critiques» doivent demeurer sous contrôle chinois.

Ainsi, plusieurs niveaux de contrôle, y compris après la réalisation de l'opération, sont applicables aux investissements étrangers visant à acquérir le contrôle d'une entreprise chinoise et portant sur une «industrie majeure» ou sur une marque «reconnue» ou «traditionnelle», ou ayant un «impact» sur la «sécurité économique nationale», sans que ces termes soient définis.

Selon une autre législation, doivent demeurer dans le secteur public les entreprises impliquant la sécurité nationale, les infrastructures importantes de base, les principales ressources naturelles, les fournisseurs de biens et services importants, les industries «pilier» et les nouvelles technologies. Bien que le texte ne comporte pas d'autre précision, l'électricité, le pétrole, le charbon, les produits chimiques, les télécommunications, l'armement, l'aviation et la navigation en font partie. Un autre texte limite ou interdit les investissements étrangers dans environ soixante-quinze secteurs.

En Russie, la Douma a adopté en mai 2008 une loi sur les investissements étrangers dans les sociétés d'importance stratégique pour la sécurité de l'État et la défense. Elle soumet à autorisation d'une commission spéciale présidée par le Premier ministre tout projet d'investissement de plus de 50 % d'une société russe par une entreprise étrangère privée, ou de plus de 25 % par une entreprise étrangère publique. Les seuils de 50 % et 25 % sont respectivement ramenés à 10 % et 5 % si la société russe exerce dans l'un des quarante-deux secteurs considérés comme stratégiques pour la défense et la sécurité :

- nucléaire ;
- armement ;
- cryptologie ;
- aviation ;

- espace ;
- monopoles naturels ;
- médias ;
- télécommunications ;
- prospection géologique ;
- extraction dans les gisements importants.

En dehors des secteurs stratégiques, d'autres textes d'application générale ou sectorielle viennent restreindre les investissements étrangers. La Russie est l'un des pays les plus fermés et la nouvelle loi n'a fait que durcir davantage le régime applicable.

Ces exemples illustrent l'abîme qui sépare les économies ouvertes de l'Europe et de l'Amérique du Nord de celles des marchés émergents. Les pays d'origine des fonds souverains devraient s'ouvrir davantage aux investisseurs des pays d'accueil. Alain Demarolle, l'ancien conseiller économique de Dominique de Villepin, plaide, dans son rapport rendu au ministre de l'Économie le 22 mai 2008, pour la réciprocité : «La contrepartie de l'ouverture, c'est l'accès de nos entreprises aux pays d'origine des fonds souverains.»

Une telle réciprocité apparaît d'autant plus importante que les fonds souverains et les entreprises multinationales des pays émergents, forts des progrès économiques considérables réalisés et des importantes liquidités engrangées ces dernières années, s'orientent de plus en plus vers les investissements internationaux et que les flux de capitaux en provenance des économies émergentes vers les économies industrialisées traditionnelles se sont développés.

Les principes de l'OCDE visant à favoriser l'ouverture des marchés tout en tenant compte de la situation particulière des États (voir 12.1) peuvent servir de référence pour les politiques d'investissement dans les pays non-membres. L'OCDE procède d'ailleurs à des évaluations régulières de la situation en la matière dans certains pays émergents, Chine et Russie notamment, et leur formule des recommandations, plus ou moins suivies.

Dans l'attente, les acteurs des marchés occidentaux tentent de faire jouer à leur niveau le principe de réciprocité. Les entreprises qui ont accueilli un fonds souverain dans leur capital ont un accès favorisé au marché d'origine du fonds. Ainsi, après que le fonds chinois CIC a pris 10 % de Blackstone, ce dernier a acquis 20 % du groupe chinois de chimie China National Bluestar Corp. pour USD 600 millions. La société française Cegelec, reprise à 100 % par QIA, compte participer aux programmes de développement de ce dernier au Qatar. Les établissements financiers, tels Morgan Stanley, Merrill Lynch ou Barclays Bank, qui ont ouvert leur capital aux fonds asiatiques, ont davantage la possibilité de faire des affaires dans ces pays dans des domaines qui leur étaient fermés par le passé.

Texte des Principes de Santiago (octobre 2008)

Dans le but de promouvoir les « objectifs et la finalité » des Fonds souverains, les membres du groupe international de travail ont appliqué ou envisagent de mettre en œuvre, sur une base volontaire, les principes et pratiques ci-après, tous subordonnés aux lois, réglementations et obligations de leur pays d'origine. Ce paragraphe fait partie intégrante des PPGA.

PPGA 1. Le cadre juridique du Fonds souverain devrait être stable et favoriser son bon fonctionnement et la réalisation du ou des objectif(s) qui lui a (ont) été assigné(s).

PPGA 1.1. Le cadre juridique du Fonds souverain devrait garantir la sécurité juridique du Fonds et de ses opérations.

PPGA 1.2. Les caractéristiques essentielles du fondement légal et de la structure du Fonds souverain, ainsi que les liens juridiques entre le Fonds et les autres organismes publics devraient être rendus publics.

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

PPGA 3. Lorsque les activités du Fonds souverain ont des incidences importantes directes sur le plan macroéconomique interne, ces activités devraient être étroitement coordonnées avec les autorités fiscales et monétaires locales, afin de veiller à la cohérence de l'ensemble des politiques macroéconomiques.

PPGA 4. L'approche générale du Fonds souverain en matière de financement, de retrait et de dépenses devrait être définie par des règles, procédures ou dispositifs clairs et publics.

PPGA 4.1. La source du financement du Fonds devrait être rendue publique.

PPGA 4.2. L'approche générale concernant les retraits du Fonds et les dépenses pour le compte de l'État doit être rendue publique.

PPGA 5. Les données statistiques pertinentes relatives au Fonds souverain devraient être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à qui de droit, pour insertion éventuelle dans les données macroéconomiques.

PPGA 6. Le cadre de gouvernance du Fonds souverain devrait être stable et prévoir une séparation claire et effective des tâches et des attributions, afin de favoriser la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du Fonds souverain dans la poursuite de ses objectifs.

PPGA 7. Le propriétaire devrait fixer les objectifs du Fonds souverain, nommer les membres de son/ses organe(s) de direction selon des procédures clairement définies et superviser les opérations du Fonds.

PPGA 8. Le ou les organe(s) de direction devraient agir dans l'intérêt du Fonds souverain, avoir un mandat clair et disposer de l'autorité et de la compétence nécessaires pour l'exercice de ses/leurs fonctions.

PPGA 9. La direction opérationnelle du Fonds souverain devrait mettre en œuvre la stratégie du Fonds de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.

PPGA 10. La responsabilité des opérations du Fonds souverain devrait être clairement établie par la loi, les statuts, d'autres documents constitutifs ou un accord de gestion.

PPGA 11. Un rapport annuel et des états financiers relatifs aux opérations et aux résultats du Fonds souverain devraient être établis en temps voulu, conformément à des normes comptables internationales ou nationales reconnues et appliquées de manière cohérente.

PPGA 12. Les opérations et les états financiers du Fonds souverain devraient être audités chaque année, conformément à des normes d'audit internationales ou nationales reconnues et appliquées de manière cohérente.

PPGA 13. Des normes professionnelles et déontologiques devraient être clairement définies et communiquées aux membres de(s) l'organe(s) de direction, aux gestionnaires et au personnel du Fonds souverain.

PPGA 14. Les opérations menées avec les tiers dans le cadre de la gestion opérationnelle du Fonds souverain devraient 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 devraient s'effectuer conformément à la réglementation et aux obligations en matière de communication financière en vigueur dans 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 devraient être rendus publics.

PPGA 17. L'information financière pertinente afférente au Fonds souverain devrait 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 des pays d'accueil.

PPGA 18. La politique d'investissement du Fonds souverain devrait être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance au risque et à la stratégie d'investissement arrêtés par le propriétaire ou le ou les organe(s) de direction et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

PPGA 18.1. La politique d'investissement devrait encadrer le degré d'exposition du Fonds souverain aux risques financiers et son recours éventuel à l'effet de levier.

PPGA 18.2. La politique d'investissement devrait indiquer dans quelle mesure des gestionnaires de portefeuille internes et/ou externes sont utilisés, l'étendue de leurs activités et de leurs missions, ainsi que la procédure de sélection et de suivi de la performance de ces gestionnaires.

PPGA 18.3. Une description de la politique d'investissement du Fonds souverain devrait être rendue publique.

PPGA 19. Les décisions d'investissement du Fonds souverain devraient viser à optimiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et être fondées sur des considérations économiques et financières.

PPGA 19.1. Lorsque les décisions d'investissement obéissent à des motivations autres qu'économiques et financières, celles-ci devraient être clairement énoncées dans la politique d'investissement et rendues publiques.

PPGA 19.2. La gestion des actifs d'un Fonds souverain devrait être conforme aux principes généraux d'une gestion d'actifs saine.

PPGA 20. Le Fonds souverain ne devrait pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale de l'État pour concurrencer les entités privées.

PPGA 21. Les Fonds souverains considèrent que leurs droits d'actionnaires sont un élément fondamental de la valeur de leurs participations. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer ses droits d'actionnaire devrait le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon

à préserver la valeur financière de ses placements. Le Fonds souverain devrait rendre publique son approche générale en matière de droits de vote dans les entités cotées en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de ses droits de propriété.

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

PPGA 22.1. Le cadre de gestion des risques devrait comporter des systèmes fiables d'information et de remontée de données financières dans les délais, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques concernés dans des limites et selon des paramètres acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, la planification de la continuité de l'activité et une fonction d'audit indépendante.

PPGA 22.2. L'approche générale du Fonds souverain en matière de gestion des risques devrait être dans le domaine public.

PPGA 23. La performance (absolue et, le cas échéant, relative à des critères de référence) des actifs et des investissements du Fonds souverain devrait être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.

PPGA 24. Une évaluation régulière de la mise en œuvre des PPGA devrait être effectuée par le Fonds souverain ou pour son compte.

⌘ Chapitre 5 ⌘

Quelques fonds importants

A fin d'illustrer les développements qui précèdent, nous allons étudier plus en détail certains fonds souverains : ceux d'Abu Dhabi, disposant des réserves de change considérables grâce aux pétrodollars (18) ; ceux de Norvège, les seuls fonds significatifs en Europe (19) ; ceux de Singapour, alimentés par les excédents budgétaires (20) ; ceux de Chine, plus récents, issus des excédents commerciaux (21). Nous évoquerons enfin les fonds français, FSI et FRR, en nous demandant s'ils sont des fonds souverains (voir page 213).

18. Abu Dhabi¹

Abu Dhabi est le plus important des sept émirats composant la Fédération des Émirats Arabes Unis (EAU)². Chaque émirat exerce son pouvoir souverain sur toutes les questions qui n'entrent pas dans les attributions du gouvernement fédéral et, notamment, sur ses ressources naturelles. Abu Dhabi possède 9 % des réserves

¹ Sources : FMI (2008), Sénat (2007), SWFINstitute, sites Web des fonds, articles de presse.

² En dehors d'Abu Dhabi, les EAU regroupent aussi les émirats de Dubaï, Charjah, Oumm al Qaiwain, Ajman, Foujaïrah et Ras al-Khaïmah.

ves mondiales prouvées de pétrole et près de 5 % de celles de gaz. Il est la clé de voûte politique, économique et militaire de la Fédération et représente plus de la moitié de son PIB.

Abu Dhabi a connu une croissance économique spectaculaire au cours des dernières années avec un triplement de sa richesse nationale en moins d'une décennie. Sa situation budgétaire se caractérise par des excédents spectaculaires, une absence totale de dette publique et une forte inflation. Il apparaît comme le pays le plus avancé de la région dans le processus de diversification de son économie : les services se développent, tandis que le secteur des hydrocarbures décroît.

Le chiffrage de cette manne financière est toutefois délicat en raison de la confidentialité des montants et de la perméabilité entre les avoirs de la banque centrale, des fonds souverains, de certaines personnes à titre privé et de structures *ad hoc*. Abu Dhabi est doté de plusieurs fonds souverains, dont ADIA, Mubadala et ATIC.

18.1. ADIA

Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) est entièrement détenu et contrôlé par le gouvernement d'Abu Dhabi. Il a été constitué en 1976 pour succéder au Financial Investments Board créé en 1967, qui était une émanation du ministère des Finances d'Abu Dhabi. Il est régi par la loi n° (5) de 1981, qui l'a réorganisé.

ADIA ne publie quasiment aucune information. Début 2008, ses avoirs étaient évalués à un montant compris entre USD 250 milliards et USD 875 milliards, ce qui est révélateur de l'opacité du fonds. Selon une autre source³, ils s'élevaient à USD 453 milliards fin 2007 et USD 328 milliards fin 2008 après la crise. Malgré son

³ Council on Foreign Relations.

manque de transparence, ADIA est l'un des fonds les plus sophistiqués et jouit d'une excellente réputation.

Alimenté par les revenus du pétrole, ADIA a pour mission d'effectuer des investissements en vue de garantir la prospérité actuelle et future de l'émirat. Il gère un portefeuille diversifié en termes de zones géographiques, de secteurs d'activités et de classes d'actifs. Il investit notamment en actions cotées, titres à revenu fixe, immobilier et *private equity*. Il est en particulier présent aux États-Unis dans la banque Citigroup et dans certains des fonds Apollo de capital investissement (voir tableau 2).

Ses décisions sont exclusivement motivées par la recherche de la rentabilité financière à long terme. Il est un investisseur passif, qui ne cherche pas à interférer dans la direction des sociétés dans lesquelles il investit. Le gouvernement d'Abu Dhabi, dans une lettre adressée en mars 2008 à plusieurs États, dont ceux du G7, en réponse aux critiques sur le manque de transparence de ses fonds souverains, a ainsi confirmé les trois points suivants⁴ :

- ⇒ l'objectif des fonds est la maximisation du rendement à long terme et le gouvernement a pris l'engagement de ne jamais utiliser ces véhicules comme des instruments de politique étrangère ;
- ⇒ les opérations des fonds sont conduites conformément aux normes internationales (80 % des ressources d'ADIA sont gérées par des firmes extérieures), de façon indépendante et dans le respect des règles des pays récipiendaires, selon des standards appropriés de gouvernance et de responsabilité ;
- ⇒ les fonds se comportent en investisseurs passifs, avec des prises de participation limitées, une absence de droits de contrôle, de siège dans les organes de direction ou d'intervention dans la gestion.

⁴ Source : Demarolle (2008).

Par ailleurs, le gouvernement d'Abu Dhabi et ADIA ont signé le 20 mars 2008 avec les États-Unis une déclaration sur les bonnes pratiques à respecter par les fonds souverains et les pays d'accueil (chapitre 4, introduction).

ADIA est doté de la personnalité juridique et dirigé par un conseil d'administration et un directeur général. Le conseil d'administration, composé uniquement de membres du gouvernement, élabore la stratégie et la politique d'investissement sur la base des objectifs définis par la loi et contrôle la gestion du fonds. Il est assisté d'un comité d'audit. Le directeur général prend les décisions d'investissement et représente le fonds à l'égard des tiers. Il bénéficie d'une indépendance opérationnelle et financière par rapport au gouvernement.

18.2. Mubadala

Mubadala Development Company (Mubadala) a pour vocation de favoriser la diversification des richesses de la région et d'accompagner sa transformation économique. Il prend des participations stratégiques et mène une intense politique de développement local, régional et international. Constitué en octobre 2002 sous la forme d'une société par actions, il est entièrement détenu par le gouvernement d'Abu Dhabi. Il affiche USD 10 milliards d'actifs sous gestion, est noté AA par les agences de notation et emploie cinq cents personnes. En 2008, son conseil d'administration était présidé par le frère de l'émir.

Au niveau local et régional, Mubadala participe à de nombreux projets visant à développer :

- l'énergie et l'industrie (pétrole, gaz, énergies renouvelables, aluminium, construction navale, refroidissement hydraulique) ;
- l'aéronautique, en misant sur la situation géographique de l'émirat pour en faire un point de passage obligé entre l'Occident et l'Orient ;

- les conditions d'accueil de la population, notamment étrangère : immobilier d'habitation et de bureaux, hôtellerie, télécoms (téléphone, Internet et télévision payante), santé (soins aux personnes, biotechnologies, équipement médical, pharmacie), infrastructures (éducation, santé, transport), services (logistique, finance).

À cette fin, Mubadala investit soit en direct, soit en partenariat avec les grandes entreprises internationales. Dans le cadre des partenariats, Mubadala noue des accords avec des leaders de différents secteurs d'activité, qui lui permettent d'acquérir l'expertise, le savoir-faire, la technologie, la formation, l'assistance technique et les droits de propriété intellectuelle nécessaires pour mener à bien sa politique. En contrepartie, Mubadala apporte souvent des liquidités à l'entreprise étrangère et prend une participation à son capital : il s'agit donc d'un système d'échange de capitaux contre savoir-faire.

Partenariat GE

Mubadala a conclu le 22 juillet 2008 un accord de partenariat avec General Electric (GE) en vue de co-investir dans la finance, les énergies propres, l'aviation, l'industrie et la formation. Dans ce cadre, une joint-venture, capitalisée par Mubadala et GE à hauteur de USD 8 milliards, doit être établie à Abu Dhabi en matière financière. Un fonds régional d'infrastructure de USD 300 millions, sponsorisé par Mubadala, GE et Crédit Suisse, a été lancé le 10 novembre 2008 pour investir dans les infrastructures liées à l'électricité, l'eau, les transports et les télécoms en Turquie, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Mubadala a l'intention d'investir chez GE, pour devenir l'un de ses dix premiers actionnaires institutionnels.

Eau

Mubadala a signé le 7 octobre 2008 un accord de joint-venture avec Veolia Eau, filiale de Veolia Environnement, dans les domaines de la production d'eau, de la collecte et du traitement des eaux usées au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. La société commune

est détenue à 51 % par Veolia Eau et à 49 % par Mubadala. Elle opère dans le cadre de concessions municipales et de partenariats public-privé.

Énergie

Mubadala coopère avec Occidental Petroleum Corporation-OXY (États-Unis) pour l'exploration et la production de gaz à Oman, avec Conoco Philips pour l'exploration et la production de pétrole et de gaz au Kazakhstan, ainsi qu'avec Total et OXY pour le développement d'un réseau de transport de gaz à travers les pays du golfe Persique.

Aéronautique

Mubadala a signé le 15 juillet 2008 un accord de coopération avec le groupe aérospatial et de défense européen EADS en vue du développement à Abu Dhabi d'une usine de composants aéronautiques, d'un centre d'ingénierie et de recherche et de capacités de maintenance et réparation. Mubadala s'est allié avec Finmeccanica pour fabriquer des composants dans l'usine susvisée et travaille aussi avec Rolls-Royce. Il va lancer un satellite de communication dans l'espace avec l'aide d'Arianespace. Il a acquis en 2006 35 % du constructeur italien d'avions Piaggio Aero Industries Spa.

Technologie

Mubadala a lancé une joint-venture avec la société américaine Advanced Micro Devices (AMD), spécialiste des microprocesseurs, qu'il a renflouée de USD 750 millions au total entre fin 2007 et début 2009 moyennant une participation au capital de 19,9 % après dilution (voir aussi 18.3). Mubadala s'est aussi associée depuis 2004 à la société américaine EDS pour développer les technologies de l'information dans la région du Golfe.

Immobilier

En mars 2008, Mubadala a créé avec la société américaine The John Buck Company une société de services immobiliers (promotion, vente, location, administration de biens) à Abu Dhabi,

qui développe certains des projets les plus prestigieux, tels que le nouveau centre financier de l'île Sowwah. En décembre 2007, Mubadala avait investi dans la société new-yorkaise de promotion immobilière Related Companies avec d'autres investisseurs, dont Goldman Sachs et MSD Capital, afin de co-investir dans des opportunités de développement.

Le 23 septembre 2008, Mubadala a acquis 50 % du groupe hôtelier californien Kor Hotel Group, titulaire de deux marques d'hôtels de prestige, The Tides et Viceroy, afin de développer et de gérer des complexes immobiliers de luxe à travers le monde et notamment à Abu Dhabi. Mubadala développe aussi des hôtels et des espaces de loisirs à Abu Dhabi avec MGM Mirage, dont Mubadala utilise la marque et le savoir-faire. En partenariat avec le spécialiste italien de meubles de luxe Poltrona FrauGroup, propriétaire de nombreuses marques renommées dans ce domaine, Mubadala a constitué à Abu Dhabi une société de design et de décoration pour les intérieurs d'habitation, bureaux, hôtels, salles de spectacle, avions et yachts.

Automobile

En 2005, Mubadala a acquis 5 % de Ferrari auprès du groupe italien Mediobianca et sponsorise Ferrari pour les courses de Formule 1 jusqu'en 2010. En échange, le logo de Mubadala apparaît sur les Ferrari en compétition et sur les casques de deux coureurs. Cette opération est représentative de la volonté de Mubadala de s'associer à des marques de prestige.

En partenariat avec la société néerlandaise LeasePlan, spécialiste de la location long terme de véhicules, dans laquelle Mubadala détient 25 % du capital aux côtés notamment de Volkswagen et d'un groupe saoudien, Mubadala a constitué à Abu Dhabi une société de gestion de flotte automobile au profit d'une clientèle d'affaires.

Santé

Mubadala s'est associé à Laboratory Corporation of America Holdings (LabCorp) pour établir à Abu Dhabi un laboratoire de

référence, avec Siemens Healthcare et Johns Hopkins Medicine, pour développer un centre d'imagerie médicale pour la détection du cancer et des maladies cardiovasculaires ou neurologiques, avec l'hôpital américain Cleveland Clinic pour créer et exploiter un hôpital de premier rang à Abu Dhabi, ainsi qu'avec l'Imperial College London pour développer à Abu Dhabi un centre de traitement du diabète et de recherche et formation en matière de santé.

Formation

Mubadala a créé à Abu Dhabi un campus en partenariat avec l'Université Paris-Sorbonne et une école de commerce en partenariat avec l'INSEAD.

Private equity

Mubadala a investi en 2007 USD 1,35 milliard dans le fonds de *private equity* américain Carlyle en échange d'une participation de 7,5 % et s'est engagé à y investir USD 500 millions complémentaires.

Autres investissements

Mubadala a aussi investi dans d'autres pays du Moyen-Orient, en Afrique et en Asie orientale, dans les secteurs du pétrole et/ou du gaz (Oman, Algérie, Libye, Thaïlande, Indonésie, Philippines et Vietnam), de l'aluminium (Arabie Saoudite), des télécoms (Nigeria), de l'immobilier (Singapour, Malaisie) et de la santé (Corée).

18.3. ATIC

Advanced Technology Investment Company (ATIC), créée en 2008, est un fonds souverain spécialisé dans le domaine technologique. Il a pour objet de réaliser des investissements significatifs dans les hautes technologies, au niveau régional et international, dans le but de générer sur le long terme des profits économiques et sociaux pour l'émirat. Société d'investissement entièrement détenue par le gouvernement d'Abu Dhabi, il s'est engagé à agir

de manière indépendante, à investir sur la base de motifs commerciaux et à suivre des standards appropriés de gouvernance et de responsabilité. En 2008, il était dirigé par le directeur des opérations de Mubadala.

ATIC s'est récemment illustré aux États-Unis dans le cadre du renflouement de AMD, dans lequel Mubadala détient 19,9 % (voir 18.2). ATIC et AMD ont créé une joint-venture, The Foundry Company, qui détient les usines de fabrication et les droits de propriété intellectuelle d'AMD. ATIC s'est engagé à apporter entre USD 3,6 et 6 milliards à la société commune d'ici 2014. Le CFIUS (voir 13.4) a donné son accord à l'opération le 6 janvier 2009. Pour le gouvernement d'Abu Dhabi, l'opération lui met un pied dans l'alliance regroupant autour d'IBM plusieurs spécialistes de microprocesseurs pour maîtriser les procédés de fabrication ultra-modernes. Elle représente aussi un nouveau mode d'investissement, l'investissement industriel direct, plutôt que par le biais de la bourse.

19. Norvège⁵

La Norvège possède un fonds souverain international, le Government Pension Fund–Global, et un fonds souverain régional, le Government Pension Fund–Norway. Malgré leur dénomination, il s'agit bien de fonds souverains et non de fonds de pension (voir 7.2). Ces deux fonds ont été regroupés en 2006 au sein du Government Pension Fund, mais demeurent complètement séparés.

⁵ Sources : FMI (2008), SWFINstitute, sites Web des fonds, articles de presse.

19.1. Government Pension Fund-Global

Le pétrole constitue une part importante de l'économie de la Norvège et représente environ 25 % de son PIB. Afin d'optimiser la gestion de la richesse issue du pétrole et de décorréliser la production de pétrole de la consommation des revenus y afférents, la Norvège a créé en 1990 le Government Petroleum Fund, qui est devenu le Government Pension Fund-Global (GPF-G) en 2006. Ses actifs, très diversifiés et intégralement investis à l'étranger, s'élevaient à USD 373 milliards fin 2007. Il est doté d'une transparence exemplaire et suit des règles d'investissement éthique.

19.1.1. Ressources

L'intégralité des ressources de la Norvège liées au pétrole est transférée au GPF-G : elles proviennent des impôts, des redevances de licences d'exploration et des fruits de la participation de l'État dans la société norvégienne StatoilHydro. GPF-G affecte chaque année au budget fiscal du pays une quote-part de ces ressources, correspondant à ses bénéfices prévisionnels, aux alentours de 4 % par an. Seuls ces bénéfices sont dépensés, de telle sorte que la valeur du capital soit préservée au profit des générations futures.

19.1.2. Objectifs, stratégie et investissements

GPF-G est à la fois un fonds de stabilisation, destiné à protéger l'économie non pétrolière du pays des fluctuations du prix des hydrocarbures, et un fonds d'épargne et de retraite, destiné à contribuer au financement d'importants engagements futurs liés au vieillissement de la population.

La stratégie de GPF-G est la maximisation du rendement financier avec une prise de risque modérée. Le fonds n'investit

qu'à l'étranger. L'allocation des actifs est effectuée en fonction d'un portefeuille de référence, réparti à hauteur de 60 % en actions (50 % Europe, 35 % Amérique/Afrique, 15 % Asie/Océanie), 35 % en titres à revenu fixe (60 % Europe, 35 % Amérique/Afrique, 5 % Asie/Océanie) et 5 % en immobilier. GPF-G ne peut détenir plus de 10 % du capital d'une société et, en pratique, la plupart de ses participations sont inférieures à 1 %. Il a investi dans plus de 3 500 sociétés. Il possède environ 0,5 % des actions cotées en général et 1 % des actions cotées européennes. En France, il est l'un des premiers investisseurs étrangers du CAC 40.

Dans le choix de ses investissements, GPF-G obéit aussi à des considérations extra-financières fondées sur des normes éthiques édictées fin 2004. Il boycotte les groupes qui fabriquent ou vendent des armes particulièrement inhumaines (armements chimiques, nucléaires ou biologiques, mines antipersonnel) ou qui se rendent coupables de violations sérieuses des droits de l'homme, de corruption massive ou de dégradation sévère à l'environnement. Cette politique s'inscrit dans le cadre plus vaste de l'investissement socialement responsable et du développement durable par les fonds de pension.

Afin d'assurer le respect de ces normes éthiques, GPF-G analyse des sociétés de son portefeuille présentant des risques en la matière, mène des enquêtes et, le cas échéant, adresse une lettre de griefs à la société concernée. En l'absence de réponse satisfaisante, la société peut être exclue du portefeuille du fonds sur décision du ministère des Finances, après avis d'un comité d'éthique. La décision d'exclusion peut être révoquée si les circonstances qui l'avaient motivée ont changé.

Vingt-sept sociétés ont ainsi été exclues de GPF-G, dont Safran, EADS et Thales en France, Wal-Mart, Boeing et United Technologies aux États-Unis. En 2008, le fonds a vendu toutes ses actions dans le groupe minier anglo-australien Rio Tinto, en raison des dégâts infligés à l'environnement (rejet dans une rivière

de produits toxiques en provenance d'une mine exploitée par le groupe en Indonésie). En revanche, il a conservé sa participation dans le groupe agrochimique américain Monsanto, estimant que sa présence lui avait permis d'influencer positivement sur les pratiques du groupe en réduisant le recours au travail des enfants dans la production de coton en Inde. Une seule société, Ker McGee, a été exclue puis réintégrée dans le champ des investissements de GPF-G.

Entre 1996 et 2006, le taux de rendement nominal annualisé de GPF-G s'est élevé à 6,5 % et le fonds a dépassé chaque année le rendement de son portefeuille de référence⁶.

19.1.3. Gouvernance et transparence

Le ministère des Finances est le propriétaire de GPF-G, qui n'a pas de personnalité juridique propre et est intégré au budget de l'État. Le ministère définit la stratégie d'investissement du fonds et contrôle sa performance. La gestion de GPF-G est assurée par Norges Bank Investment Management (NBIM), une division de la banque centrale de Norvège. NBIM met en œuvre la stratégie d'investissement et exerce activement les droits de vote attachés aux titres en portefeuille. Elle gère le fonds en partie directement et en partie par délégation à des gestionnaires externes.

GPF-G se caractérise par une très grande transparence et communique beaucoup d'informations. Il publie des rapports trimestriels et un rapport annuel, qui comprend la liste de tous les titres en portefeuille, l'allocation de ses actifs par classe et par zone géographique, la performance du fonds, ainsi que la façon dont le fonds exerce ses droits de vote. Les rapports sont présentés lors de conférences de presse. Le ministère des Finances rend compte au parlement sur tous les sujets importants, tels que la

⁶ Source : State Street (2008).

taille du fonds, sa performance, les risques et les changements de stratégie.

19.2. Government Pension Fund-Norway

Le Government Pension Fund-Norway (GPF-N) a été constitué en 1967, sous le nom de National Insurance Scheme Fund, pour abriter les excédents du système d'assurance norvégien. Ses actifs sont répartis à 60 % en actions et à 40 % en titres à revenu fixe. Il investit uniquement sur le marché régional : 85 % de ses avoirs sont placés en Norvège et le solde au Danemark, en Finlande et en Suède. Il est actionnaire de nombreuses sociétés norvégiennes cotées à la bourse d'Oslo.

Sa structure de gouvernance et ses règles de transparence sont les mêmes que celles du GPF-G. La gestion du fonds est assurée par Folketrygdfondet, un gérant d'actifs gouvernemental. GPF-N n'alimente pas le budget fiscal et conserve les revenus de ses investissements. À fin 2007, sa valeur s'élevait à USD 21 milliards.

20. Singapour⁷

Les fonds de Singapour, Temasek et GIC, sont les plus anciens et les plus visibles des fonds souverains asiatiques. Ils sont tous deux entièrement détenus par le gouvernement, mais ne remplissent pas les mêmes fonctions et agissent de manière complètement indépendante l'un de l'autre. Temasek est plutôt un fonds de développement, orienté prioritairement sur l'Asie et propriétaire

⁷ Sources : FMI (2008), SWFINstitute, sites Web des fonds, articles de presse.

de ses actifs, tandis que GIC gère les réserves de change du pays, qui appartiennent à l'État. Ils s'appuient tous deux sur une place financière très sophistiquée et sont dotés d'une bonne gouvernance. Sauf indication contraire, tous les chiffres concernant Temasek et GIC sont au 31 mars 2008, date de clôture de leur exercice 2007.

20.1. Temasek

Temasek Holdings Private Limited (Temasek) ne se considère pas comme un fonds souverain : il n'est pas alimenté par des excédents commerciaux ou budgétaires, mais doit vendre des actifs ou emprunter pour réaliser ses investissements. Il est toutefois répertorié comme tel par le FMI et la plupart des observateurs. Il participe au développement de Singapour, une économie petite, ouverte et récente, puisqu'indépendante depuis 1965 seulement. Temasek signifie « ville de mer » en javanais, du nom du village qui occupait autrefois le site actuel de Singapour.

20.1.1. Ressources

Dans les années qui ont suivi l'indépendance de Singapour, le gouvernement a pris une trentaine de participations dans des entreprises locales nouvellement créées pour favoriser le développement de l'économie. Temasek a été créé en 1974, en pleine période de crise économique due aux prix élevés du pétrole et des denrées alimentaires, pour gérer ces participations et permettre au gouvernement de se concentrer sur sa fonction réglementaire.

Temasek a ensuite revendu la plupart de ces participations et diversifié son portefeuille au fur et à mesure. Ses ressources proviennent des dividendes versés par les sociétés dont il est actionnaire, des produits de désinvestissements, d'emprunts bancaires, d'une émission obligataire internationale réalisée en 2005 pour USD 1,75 milliard et d'injections de capital par le ministère des Finances.

Sa dette nette représente 23,5 % de ses capitaux propres. Temasek maintient depuis 2005 des notations de crédit triple A. Le total de ses actifs s'élève à USD 134 milliards⁸. Temasek verse des dividendes annuels à l'État.

20.1.2. Objectifs, stratégie et investissements

Temasek a pour objectif affiché de maximiser le retour sur investissement en tant qu'actionnaire de long terme dans des entreprises prospères. Sa stratégie consiste à investir dans des secteurs d'activité corrélés avec la transformation économique du pays, dans des sociétés dont la croissance est alimentée par le pouvoir d'achat grandissant de la classe moyenne, dans des entreprises bien placées sur le plan compétitif et dans des « champions » régionaux ou internationaux.

Temasek investit directement ou à travers ses filiales, Orchard Energy Pte Ltd, Fullerton Financial Holdings, Fullerton Management Private Limited et Aspen Holdings. En dehors du siège de Singapour, il a des bureaux à Pékin, Shanghai, Hong Kong, Hô Chi Minh-Ville, Mumbai et, compte tenu de son développement en Amérique latine, à Mexico.

Les actifs de Temasek sont essentiellement des actions. Son portefeuille est composé à hauteur de 79 % de titres cotés (48 % en participations supérieures à 20 % du capital) et de 21 % en non coté. Temasek investit prioritairement (74 %) en Asie, soit 33 % à Singapour même, 12 % dans le reste de l'Indonésie, 22 % en Chine, Taïwan et Corée, 7 % en Inde et Pakistan.

Temasek investit principalement dans les secteurs de la finance et des télécoms. Son portefeuille est réparti à 40 % dans les services bancaires et financiers et à 24 % dans les

⁸ Source : comptes Temasek 2007 ; taux utilisé : USD 1 = SD 1,38.

télécommunications et médias. Ses autres domaines d'investissement sont : le transport et la logistique (10 %), l'immobilier (7 %), les infrastructures, l'industrie et l'ingénierie (6 %), l'énergie et les matières premières (5 %).

Dans le secteur financier occidental, Temasek est actionnaire depuis 2006 de Standard Chartered, dont il détient 19 % du capital, et de Barclays Bank, où il a investi USD 2 milliards en juillet 2007 (dans le cadre de l'offre de Barclays sur ABN AMRO) et dont il détient 3,1 % du capital. Il a apporté USD 5,9 milliards entre décembre 2007 et juillet 2008 à Merrill Lynch, désormais fusionnée avec Bank of America. L'exercice 2007 est le premier où Temasek a investi d'avantage en dehors d'Asie que dans la zone.

Certains investissements de Temasek dans les télécoms ont donné lieu à controverse : ce fut le cas des acquisitions de la société américaine Global Crossing en 2003, qui a dû être soumise à autorisation des autorités américaines pour garantir l'absence d'atteinte à la sécurité nationale (voir 13.4), et de la société thaïlandaise Shin Corp, acquise en 2006 auprès de la famille du Premier ministre thaï pour USD 1,88 milliard, dans laquelle Temasek a dû réduire sa participation de 49,6 % à 42 %.

Temasek indique un taux de retour sur investissement de 18 % par an depuis la création du fonds. Il a toutefois accusé une perte de 31 % entre mars et novembre 2008, principalement due à la chute des cours de Merrill Lynch et Barclays Bank dont il est actionnaire.

20.1.3. Gouvernance et transparence

Temasek est une société d'investissement régie par la loi sur les sociétés de Singapour, dotée de la personnalité morale et entièrement détenue par le ministère des Finances. Il est dirigé par un conseil d'administration et une équipe de direction, qui prennent

les décisions d'investissement et de désinvestissement en toute indépendance du gouvernement.

Le conseil d'administration oriente la politique d'investissement du fonds et autorise les investissements qui lui sont soumis par la direction. Il est composé de neuf membres, dont sept administrateurs indépendants, pour la plupart dirigeants du secteur privé. Le mandat des administrateurs ne peut dépasser trois ans, mais peut être renouvelé. Le conseil se réunit au moins quatre fois par an, sept fois durant l'exercice 2007. Il est assisté d'un comité exécutif, d'un comité d'audit et d'un comité des nominations et des rémunérations. En cas de conflit d'intérêt, l'administrateur intéressé ne peut ni participer au vote, ni même à la discussion. Les postes de président du conseil et de directeur général sont séparés pour un meilleur équilibre des pouvoirs.

Selon la Constitution, le président de Singapour, qui est indépendant du gouvernement et ne peut appartenir à aucun parti politique, dispose d'un droit de veto sur la nomination et la révocation des membres du conseil et du président du fonds. Il est aussi le garant des réserves du pays et veille à ce que le gouvernement en place ne dépense pas les réserves accumulées sous les gouvernements précédents. À cet effet, le président du conseil et le directeur général de Temasek lui présentent un état semestriel des réserves. Par ailleurs, Temasek est responsable de sa performance globale devant le gouvernement de Singapour.

Temasek exerce ses droits d'actionnaire de manière active, mais n'a pas de siège au conseil d'administration de la plupart des sociétés dans lesquelles il a investi. Il emploie trois cent cinquante personnes, dont 40 % d'étrangers provenant de vingt-deux pays différents. Son système de rémunération comporte une part variable importante (85 % pour les dirigeants), fonction de la performance du fonds et de la création de valeur, pour aligner les intérêts des employés sur ceux de l'actionnaire.

Temasek présente à son actionnaire un rapport annuel, certifié par un cabinet d'audit international, ainsi que des mises à jour périodiques. Il n'est pas tenu de les publier. Toutefois, depuis que Temasek a émis son emprunt obligataire en 2005, il publie un résumé de ses comptes et de son activité, dont le commissaire aux comptes certifie qu'il est cohérent avec son rapport annuel.

20.2. GIC

Government of Singapore Investment Corporation Private Limited (GIC) a été créé en 1981 pour gérer les réserves de change de Singapour.

20.2.1. Ressources

GIC est alimenté par les excédents budgétaires de Singapour. La ville-État est caractérisée depuis les années 1970 par un taux d'épargne élevé, dû à une forte croissance économique, une population active et jeune, une politique fiscale prudente, des taux élevés de cotisations sociales et une propension individuelle à l'économie. En 1981, le gouvernement a décidé d'investir la majeure partie de ses réserves de change dans des actifs de long terme à fort rendement et de les faire gérer par une nouvelle institution, GIC.

GIC ne possède pas ces réserves, qui restent la propriété du gouvernement de Singapour. GIC les fait fructifier et réinvestit 50 % des bénéfices nets retirés de ses investissements, l'autre moitié étant versée au gouvernement sous forme de dividendes. Le gouvernement de Singapour ne souhaite pas révéler la taille du fonds, mais GIC indique gérer « bien plus de USD 100 milliards d'actifs ». Selon diverses sources⁹, ceux-ci s'élèveraient à USD 330 milliards.

⁹ FMI (février 2008) ; Deutsche Bank Research (octobre 2008), Morgan Stanley.

20.2.2. Objectifs, stratégie et investissements

GIC a pour objectif de réaliser un rendement financier raisonnable au-dessus de l'inflation globale¹⁰ sur un horizon de vingt ans. Il s'agit d'accroître la valeur des réserves du pays pour lui permettre de faire face à d'éventuels chocs ou crises économiques, tout en générant un flux de revenus pour répondre aux besoins budgétaires du gouvernement.

GIC a progressivement converti une partie de son portefeuille de titres à revenu fixe, qui représentaient à l'origine les trois quarts de ses actifs, en actions cotées puis en actifs alternatifs. Le portefeuille est réparti à 44 % en actions cotées, 26 % en titres à revenu fixe, 10 % en immobilier, 8 % en *private equity* et infrastructure, 3 % en parts de *hedge funds*, 2 % en matières premières et 7 % en monétaire.

En termes de zones géographiques, GIC investit à 40 % en Amérique (dont 34 % aux États-Unis), 35 % en Europe (dont 8 % au Royaume-Uni), 23 % en Asie (dont 11 % au Japon) et 2 % en Australie. La part des avoirs situés dans les pays émergents a augmenté et représente environ 28 % du total.

En pratique, les investissements sont effectués par les trois filiales de gestion d'actifs détenues à 100 % par GIC, GIC Asset Management, GIC Real Estate et GIC Special Investments, qui gèrent ensemble un portefeuille diversifié dans plus de quarante pays.

GIC Asset Management investit sur les marchés boursiers en actions, titres à revenu fixe, matières premières, *hedge funds* et devises. La performance de son portefeuille est mesurée par rapport à des indices de référence tels que le Morgan Stanley Capital International World Equity Index et le Lehman Brothers Aggregate

¹⁰ Inflation aux États-Unis, en Europe et au Japon.

Bond Index. GIC a réalisé des investissements particulièrement significatifs dans le secteur financier à la suite de la crise des *sub-primes* fin 2007 et début 2008 : il a ainsi investi USD 9,7 milliards dans UBS, *via* des obligations convertibles donnant vocation à 9 % du capital, et USD 6,9 milliards dans Citigroup, à travers des obligations convertibles lui permettant de monter à terme de 0,3 % à 4 % du capital. Dans les deux cas, GIC a refusé les sièges qui lui étaient proposés au conseil d'administration des banques.

GIC Real Estate réalise les investissements en matière immobilière : immeubles, sociétés immobilières, trusts d'investissements immobiliers¹¹ et instruments de dette liés à l'immobilier. Il administre ses biens de manière active pour générer plus de revenus et augmenter leur valeur. Il a réalisé plus de deux cents investissements dans trente pays :

- centres commerciaux en Angleterre, Finlande, Italie, Japon ;
- immeubles de prestige à Paris ou à Londres ;
- hôtels de luxe, tels The Westin à Tokyo, le Hyatt à Melbourne et l'Inter Continental à Paris ;
- gratte-ciels à New York, Chicago, Seattle, Munich et Sydney, etc.

GIC Special Investments investit en *private equity* (LBO, capital-risque, dette mezzanine, entreprises en difficulté) et dans les infrastructures (aéroports, ports maritimes, autoroutes, eau, production et distribution d'électricité). Il est présent dans tous les grands fonds de capital investissement, tels que Carlyle, TPG, Blackstone, Bain, KKR, Providence, BC Partners, Permira ou CVC. Il a aussi investi directement dans plus de deux cents sociétés, comme Sungard Data Systems, Warner Music Group, British Airport Authority, Associated British Ports Holding ou AEI¹².

¹¹ *Real estate investment trusts (REITs)*.

¹² AEI est une société américaine d'infrastructures énergétiques qui détient trente-six filiales dans le secteur de l'énergie en Amérique latine, Europe et Asie.

GIC affiche un taux de retour sur investissement annuel de 4,5 % au-dessus de l'inflation globale depuis la fin des années 1980.

20.2.3. Gouvernance et transparence

GIC est une société de gestion, régie par le droit des sociétés de Singapour et entièrement détenue par le gouvernement de Singapour. Celui-ci, en tant que propriétaire des réserves gérées par GIC, fixe l'objectif de rendement, les paramètres de risques et l'horizon d'investissement. Il fixe le mandat de GIC et le rémunère pour sa gestion par une commission. Il ne s'immisce pas dans la gestion, mais contrôle la performance de GIC.

Le conseil d'administration de GIC est responsable de l'allocation d'actifs, de la performance du portefeuille et de la conformité de la gestion avec le mandat accordé par le gouvernement. Il se réunit au moins deux fois par an. Il est assisté par trois comités, qui comportent des conseils externes, dans les domaines de l'investissement, des risques et de la rémunération.

La direction de GIC met en œuvre la stratégie d'investissement et décide des acquisitions et des cessions dans le cadre de l'allocation définie par le conseil. Elle exerce ses droits de propriété dans les investissements pour protéger les intérêts financiers du gouvernement. Elle rend compte de sa gestion au conseil et au gouvernement.

La gestion des actifs est traitée en interne pour les deux tiers du portefeuille et déléguée à des gestionnaires externes pour le tiers restant. GIC emploie plus de mille personnes, dont 55 % d'étrangers de vingt nationalités différentes. En dehors du siège sis à Singapour, GIC a des bureaux à Tokyo, Séoul, Pékin et Shanghai, Londres, New York et San Francisco.

Comme pour Temasek, le président de Singapour peut demander toute information concernant le montant des réserves gérées par GIC et doit approuver toute nomination ou révocation au conseil.

GIC communique au département du comptable général du ministère des Finances des rapports mensuels et trimestriels sur ses opérations, ses comptes bancaires, sa situation financière, sa performance, ses risques et la composition de son portefeuille par classe d'actif, pays et monnaie. Une fois par an, la direction de GIC rend compte de ses résultats au ministre des Finances.

L'auditeur général, qui est désigné par le président de Singapour, audite le groupe GIC de manière indépendante et soumet un rapport annuel au président et au parlement. GIC ne communique pas ses rapports financiers, mais a publié son rapport de gestion pour la première fois en 2008.

En outre, le gouvernement de Singapour et GIC ont signé le 20 mars 2008 avec les États-Unis une déclaration sur les bonnes pratiques à respecter par les fonds souverains et les pays d'accueil (chapitre 4, introduction).

21. Chine¹³

La Chine, grâce à ses excédents commerciaux et à une politique monétaire volontariste (voir 2.2), dispose de très importantes réserves de change, d'un montant de USD 1 950 milliards. Depuis la libéralisation de son économie et son entrée dans l'OMC en 2001, elle est devenue un exportateur net de capitaux, propriétaire

¹³ Sources : FMI (2008), *Oxford International Review* (2008), CLSA (2008), SWFINstitute, sites Web des fonds, articles de presse.

d'actifs étrangers *via* ses entreprises publiques et ses deux fonds souverains, CIC et SAFE.

21.1. CIC

China Investment Corporation (CIC) est un fonds souverain récent, établi le 29 septembre 2007. Sa création s'inscrit dans le cadre des polémiques suscitées aux États-Unis par les tentatives d'achat par des entreprises d'État chinoises de sociétés américaines considérées comme stratégiques : Unocal et 3com (voir 13.4). Ces polémiques contre les investissements chinois à l'étranger ont nourri le débat sur la constitution de CIC, qui a nécessité deux ans de préparation administrative.

CIC investit à l'étranger et dans le secteur financier domestique. Bien qu'organisé selon le modèle de Temasek pour sa gouvernance et sa transparence (voir 20.1), il reste proche du pouvoir et sa stratégie paraît confuse. Si CIC a le potentiel pour devenir un acteur immensément puissant sur la scène financière globale, ses objectifs et ses capacités sont pour le moment relativement modestes et confinés au champ économique. Sa stratégie, son impact sur la stabilité financière et son éventuelle influence géopolitique devront être mesurés à l'aune d'observations futures.

21.1.1. Ressources

Le capital de CIC s'élève à USD 200 milliards, correspondants à des réserves de change apportées à CIC par le ministère des Finances et acquises par ce dernier auprès de la banque centrale de Chine¹⁴ grâce à l'émission de bons spéciaux du Trésor pour

¹⁴ People's Bank of China (PBOC).

l'équivalent en yuans de USD 200 milliards. C'est donc par voie d'emprunt qu'a été financée la constitution de CIC.

Afin d'assurer le service de la dette, CIC est tenu de verser des dividendes au ministère des Finances, son actionnaire. Selon certaines estimations¹⁵, il doit rembourser USD 8 milliards par an, ce qui signifie qu'il doit réaliser un rendement annuel de 14 % sur ses investissements, un objectif ambitieux, surtout pour un fonds qui démarre.

Au-delà de ses USD 200 milliards de dotation initiale, le Chine pourrait tirer sur ses réserves de change pour les transférer à CIC et en faire le plus puissant fonds souverain du monde.

21.1.2. Objectifs, stratégie et investissements

CIC a pour mission de gérer ses actifs pour en optimiser la valeur, mais aussi de contribuer à la prospérité et au développement de l'économie locale.

Selon ses statuts, CIC poursuit une orientation strictement commerciale, motivée par des intérêts purement économiques et financiers, avec un horizon d'investissement à long terme. Il ne prend généralement pas de positions lui conférant le contrôle et ne cherche pas à exercer une influence sur les sociétés dans lesquelles il investit.

CIC n'a pas de limitation quant aux classes d'actifs, zones géographiques et secteurs d'activité dans lesquels il peut investir, mais n'a pas non plus d'allocation stratégique connue. Il aurait USD 90 milliards à investir à l'étranger. Il n'exclut pas d'investir au Japon, notamment en immobilier, ou dans les matières pre-

¹⁵ CLSA.

mières dont la Chine a tant besoin, notamment en Australie. Il n'aurait pour le moment investi que dans le secteur financier.

Il a en particulier investi dans des fonds de capital investissement. Il a ainsi pris en 2007 une participation de 9,9 % dans le géant américain du *private equity* Blackstone, moyennant une injection de USD 3,3 milliards. Les pertes subies dans Blackstone, qui a perdu le tiers de sa valeur quelques mois après l'acquisition de CIC, ont considérablement irrité les Chinois et jeté le doute sur la capacité du gouvernement, accusé de gâcher l'argent des citoyens, à investir sur les marchés globaux. Cela n'a pas empêché CIC de souscrire au printemps 2008 pour USD 4 milliards dans un nouveau fonds devant être géré par JC Flowers – le plus large investissement répertorié dans un fonds de *private equity* – afin d'investir dans le secteur financier américain en crise ; ni d'augmenter sa participation maximum dans Blackstone à 12,5 % en octobre 2008, sans doute pour en réduire le prix de revient moyen. CIC a également acquis fin 2007 pour USD 5 milliards d'obligations convertibles dans Morgan Stanley, lui donnant vocation à 9,9 % du capital à terme. Quel que soit leur rendement, ces investissements sont aussi le moyen pour la Chine d'acquérir le savoir-faire qui lui fait défaut (voir 11.2).

L'autre objectif de CIC est de participer activement, *via* sa filiale Huijin¹⁶, à la réforme du secteur financier de la Chine, en investissant dans les grandes institutions financières domestiques pour assurer leur recapitalisation, améliorer leur gouvernance et accroître leur valeur. Il a ainsi injecté USD 20 milliards dans China Development Bank fin 2007 et renfloué en 2008 trois

¹⁶ Central Huijin Investment Limited (Huijin), constituée en 2003 et alors filiale de la banque centrale chinoise, a pour objet d'investir en capital dans les principaux établissements financiers publics de Chine. Lors de la constitution du CIC, elle a été acquise par le ministère des Finances auprès de la banque centrale (grâce au produit d'une partie de l'émission de ses bons du Trésor) et apportée à CIC pour environ USD 6 milliards.

des plus grandes banques d'État : Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China et China Construction Bank.

21.1.3. Gouvernance

CIC est une société dotée de la personnalité morale et régie par le droit des sociétés chinois. Elle est entièrement détenue par l'État, qui précise ses objectifs et ses grandes orientations. Elle est dirigée par un conseil d'administration, un comité exécutif et un conseil de surveillance.

Le conseil d'administration définit la stratégie et la politique d'investissement, nomme et révoque les membres de la direction, supervise les activités et la performance du fonds. Il comprend onze membres¹⁷, dont la nomination et la révocation sont soumises à l'approbation de l'État. Le président et le vice-président du conseil sont désignés par l'État. Le président du conseil représente CIC à l'égard des tiers et peut être le directeur général (*CEO*¹⁸) du fonds.

Le comité exécutif, composé de sept membres, dont le directeur général, dirige les activités quotidiennes de CIC. Il est assisté par un comité de conseil, composé d'experts internationaux et de dirigeants d'entreprises chargés de le conseiller dans ses investissements, par un comité d'investissement, qui définit l'allocation stratégique des actifs et prend les décisions individuelles d'investissement, et par un comité des risques, qui établit la politique de contrôle des risques et la met en œuvre.

¹⁷ Trois administrateurs dirigeants, cinq administrateurs non-dirigeants, deux administrateurs indépendants et un représentant du personnel. Les administrateurs non-dirigeants sont des représentants du ministère des Finances, du ministère du Commerce, de la banque centrale, de la SAFE (voir 21.2) et de la National Development and Reform Commission (NDRC), chargée de la planification économique.

¹⁸ *Chief executive officer.*

Le CIC manque d'analystes et doit sous-traiter une partie de la gestion opérationnelle du fonds à des prestataires externes. Il a lancé un appel d'offres auprès de gérants d'actifs internationaux en vue de leur confier la gestion d'un portefeuille de USD 30 milliards.

Le conseil de surveillance, composé de cinq membres, est chargé du contrôle des finances et des comptes de CIC. Il approuve les rapports préparés par le département d'audit interne. Il veille également au respect par les administrateurs et les dirigeants des règles de droit et des normes éthiques. En cas de violation, il peut prononcer des sanctions disciplinaires ou révoquer la personne concernée.

CIC est soumis au contrôle du ministère des Finances et à des audits externes réguliers du bureau d'audit national. Il rapporte à l'État et est ultimement responsable devant les citoyens chinois. CIC indique bénéficier d'une indépendance opérationnelle totale, mais selon les observateurs, le ministère des Finances exerce une influence prépondérante. Depuis la chute de Blackstone, l'État doit approuver tous les investissements étrangers importants, ce qui peut suggérer un traitement politique en la matière.

21.2. SAFE

La State Administration of Foreign Exchange (SAFE), créée en 1997, est la principale agence gouvernementale en charge de la régulation et de l'investissement des réserves de change chinoises, détenues par la banque centrale de Chine, People's Bank of China.

Ses avoirs à l'étranger sont estimés à USD 311 milliards, mais très peu d'informations sont disponibles. SAFE opère à travers des centaines d'agences au niveau des provinces, des régions et des communes. Elle détient des succursales à Hong Kong, Singapour, Londres

et New York, ainsi qu'une filiale à Hong Kong, SAFE Investment Company, qui réalise des investissements en actions étrangères.

Ses participations étrangères significatives semblent concentrées dans le secteur de la finance et de l'énergie. SAFE aurait investi dans les banques Visa (1 %), Barclays Bank (0,7 %) et dans trois grandes banques australiennes : Australian and New Zealand Bank, Commonwealth Bank of Australia et National Australia Bank (0,3 % chacune). SAFE aurait également une participation dans la compagnie d'assurance britannique Aviva (0,97 %) et aurait souscrit pour USD 2,5 milliards dans le fonds de *private equity* américain TPG en juin 2008.

SAFE détient des participations dans les compagnies pétrolières Total, dont elle a acquis entre 1,3 % et 1,6 % du capital en avril 2008, BP, dans laquelle elle a placé, également en avril 2008, £ 1 milliard pour un peu moins de 1 % du capital, et Royal Dutch Shell (0,9 %). SAFE serait également au capital de la société britannique de gaz naturel BG Group (0,7 %). Ces participations lui permettraient en particulier d'être présente dans les discussions multilatérales sur l'exploitation des ressources naturelles, notamment en Afrique (voir 11.1).

L'articulation entre la politique de CIC et celle de SAFE est loin d'être claire. Elle est surtout le résultat d'une rivalité entre institutions gouvernementales chinoises et plus particulièrement entre la banque centrale, qui soutient SAFE, et le ministère des Finances, qui soutient CIC. SAFE cherche à montrer, notamment depuis la chute de Blackstone, qu'elle est plus à même que CIC de réaliser de bons investissements à l'étranger. Toutefois, l'opacité totale de SAFE risque de porter préjudice au CIC, malgré l'image de transparence que celui-ci veut se donner, et plus largement aux investissements chinois à l'étranger.

France : FSI ET FRR

1. Fonds Stratégique d'Investissement (FSI)¹⁹

Le FSI français est né fin 2008 dans le contexte de la crise financière, mais à l'issue d'une réflexion bien antérieure en partie inspirée par la montée en puissance des fonds souverains. La France disposait déjà de plusieurs instruments d'investissement :

- L'Agence des participations de l'État (APE), créée en 2004 pour incarner et exercer la fonction d'actionnaire de l'État. Elle détient les participations de l'État dans environ soixante-dix sociétés telles que EDF, GDF-Suez, France Télécom, La Poste, EADS, Areva, Thales, Safran, la SNCF, Renault, Air France-KLM, Aéroports de Paris, France Télévision et Radio France.
- La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), établie en 1816 et placée sous la surveillance du parlement. Elle est à la fois un investisseur financier investissant dans des actifs diversifiés en France et visant la rentabilité à long terme, et un investisseur d'intérêt général au profit du développement territorial et des PME, qui intervient sur demande de l'État ou d'une collectivité locale pour répondre à des besoins collectifs dans des secteurs insuffisamment couverts par le marché²⁰. Plus important investisseur actions de la place de Paris, elle détient des participations importantes notamment dans CNP Assurances (40 %), Dexia (19 %), Transdev, La Compagnie des Alpes, Egis et Icade.
- CDC Entreprises, filiale de la CDC, en charge de ses missions d'intérêt général dans le domaine du capital investissement. Elle gère EUR 2,5 milliards d'actifs pour financer les PME en fonds propres.
- France Investissement, dispositif public d'intérêt général, créé fin 2006 et mis en œuvre par CDC Entreprises. Il vise à apporter EUR 3 milliards de fonds propres aux PME sur une période de six à huit ans.
- CDC Infrastructures, fonds d'investissement de la CDC spécialisé dans les infrastructures, qui porte des participations dans la Saur (38 %), Eutelsat (26 %), TDF (21 %), Séchés Environnement (20 %) ou le Viaduc de Millau (49 %), pour une valeur d'un peu plus de EUR 2 milliards.

Malgré les dispositifs existants, le président de la République Nicolas Sarkozy a voulu lancer un fonds souverain « à la française » et faire de la CDC « un instrument de la politique de défense et de promotion

¹⁹ Sources : sites Internet de la CDC et de l'APE, articles de presse.

²⁰ La CDC exerce aussi les mandats qui lui sont dévolus par la loi ou les règlements (dépôts réglementés, épargne défiscalisée, financement du logement social, gestion de régimes de retraites, etc.).

des intérêts économiques primordiaux de la nation»²¹, «un fonds souverain»²², car «ce que les producteurs de pétrole font, ce que les Chinois font, ce que les Russes font, il n'y a pas de raison que la France ne le fasse pas au service d'une politique industrielle digne de ce nom»²³, car «les entreprises françaises ont besoin d'investisseurs de confiance, d'investisseurs stables, [...] intéressés à ce que l'entreprise vaudra dans cinq ans ou dans dix ans et pas simplement dans deux mois. Les entreprises françaises ont besoin de fonds propres pour se développer plutôt que d'effets de levier indécents pour se faire essorer»²⁴. C'est ainsi que le FSI a été lancé. Le président de la République a invité les autres États membres de l'UE à créer des fonds souverains nationaux pour qu'ils se coordonnent et apportent une réponse industrielle à la crise.

Ressources

Le FSI est doté de EUR 20 milliards par apports en capital à 50/50 de l'État et de la CDC, soit EUR 6 milliards d'apports en numéraire et EUR 14 milliards d'apports en nature. Les apports en numéraire, qui représentent les liquidités disponibles du FSI, pourraient être partiellement financés par emprunt.

Les apports en nature de l'État devraient correspondre à ses participations dans Air France-KLM (15,65 %), Renault (15 %), Chantiers de l'Atlantique (33,4 %), Thomson (1,9 %), CNP Assurances (1,1 %), et France Télécom. Ceux de la CDC devraient porter sur ses participations dans CDC Entreprises et France Investissement, ainsi que dans Icade (61,5 %), Veolia Environnement (10 %), Schneider Electric (4,4 %), Suez Environnement (2 %) et Assystem (16 %). Ils devraient être réalisés au cours du premier semestre 2009.

D'autres investisseurs, tels que CNP Assurances ou des fonds souverains, pourraient entrer au capital du FSI dans un second temps, mais l'État gardera en tout état de cause la minorité de blocage (34 %). Le FSI pourra emprunter et devra reverser l'intégralité de ses revenus à ses actionnaires.

Objectifs, stratégie et investissements

Le FSI a deux missions. En premier lieu, il doit soutenir le développement des entreprises : il s'agit en particulier d'aider les PME qui ont un projet de croissance et les entreprises de secteurs en difficulté

²¹ Janvier 2008.

²² Juin 2008, discours du Creusot.

²³ Octobre 2008, discours d'Argonay.

²⁴ Novembre 2008, discours de Montrichard.

conjoncturelle (comme l'automobile en 2009). Le FSI se veut ici un mécanisme offensif. En second lieu, il doit stabiliser le capital d'entreprises stratégiques : il s'agit en particulier de les protéger des investisseurs qui souhaiteraient transférer leurs technologies à l'étranger, qui utilisent un effet de levier trop fort ou qui, en raison de la chute de la bourse, les rachèteraient à un prix ne correspondant en rien à leur valeur fondamentale. Le FSI est là un mécanisme défensif. Dans les deux cas, il a une dimension de politique industrielle.

À propos de la définition des entreprises stratégiques, le directeur général du FSI a indiqué qu'il s'agissait « des entreprises ayant un intérêt stratégique au regard de leur potentiel technologique, de la recherche et développement, des exportations ou des emplois » : pas de définition précise ni de référence à des secteurs, mais une notion large permettant une approche pragmatique des situations.

Le FSI prend des participations minoritaires et n'a pas vocation à acquérir le contrôle des entreprises dans lesquelles il investit en fonds propres ou quasi fonds propres. Son horizon de placement est à moyen ou long terme (deux à dix ans). Il n'a pas pour objectif de faire perdurer les entreprises qui ne sont pas viables. Il agit en tant qu'investisseur actif, en exerçant ses droits de vote en assemblée générale et en se faisant, le cas échéant, représenter au conseil d'administration ou de surveillance.

Son premier investissement a été pour l'équipementier Daher, qui travaille dans l'aéronautique, la défense, le nucléaire et l'automobile, à hauteur de EUR 85 millions. Le FSI doit également renflouer le secteur automobile en crise : il est entré chez Valéo en février 2009 et a investi EUR 200 millions dans le Fonds de Modernisation des Équipementiers Automobiles.

Gouvernance

Le FSI est une société anonyme filiale à 51 % de la CDC, qui la gère et la consolide dans ses comptes, et à 49 % de l'État. Le FSI est doté d'un conseil d'administration, d'un comité d'orientation et d'un comité d'investissement. Il est dirigé par un directeur général.

Le conseil d'administration nomme le directeur général et contrôle les activités du FSI. Il est composé de sept membres : deux représentants de la CDC, dont son directeur général qui préside le conseil, deux représentants de l'État, le président du comité d'investissement et deux personnalités extérieures (les P-DG d'Essilor et de Scor). Le conseil a désigné Gilles Michel, ancien directeur général de Citroën, en qualité de directeur général du FSI.

Le comité d'orientation, qui participe à l'élaboration de la stratégie d'investissement, associe chefs d'entreprise, économistes et partenaires sociaux. Il est présidé par Jean-François Dehecq, président du

conseil d'administration de Sanofi. Le comité d'investissement examine les propositions d'investissement (ou de désinvestissement) et émet une recommandation. Il est présidé par Patricia Barbizet, directeur général d'Artemis.

Le FSI exerce ses activités sous le contrôle de la commission de surveillance de la CDC, instance indépendante composée de douze personnalités dont quatre parlementaires. Il lui présente en particulier ses orientations stratégiques et son rapport annuel d'activité.

Fonds souverain ?

À la différence des fonds souverains, le FSI ne gère pas des excédents commerciaux ou budgétaires, ses avoirs ne sont pas constitués en devises, il n'investit pas à l'étranger mais en France, n'a pas pour objectif de lutter contre la volatilité des prix des matières premières, ni de constituer une épargne au profit des générations futures, ni d'améliorer la rentabilité des réserves de change de la banque centrale, ni de financer des engagements implicites de retraite. À l'aune de ces critères, le FSI n'est pas un fonds souverain.

En revanche, comme les fonds souverains, le FSI se place dans une perspective de long terme, qui lui permet d'avoir un couple rendement/risque plus élevé. Au-delà du FSI, la CDC, elle-même investisseur de long terme, poursuit la constitution d'un club des investisseurs de long terme, comprenant notamment des fonds souverains et des fonds de pension.

2. Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)²⁵

Le FRR a été constitué en 1999 pour contribuer au financement des retraites futures et faire face au défi posé par le vieillissement de la population en France. En effet, compte tenu de l'allongement de la durée de vie et du « papy-boom », les besoins de financement des systèmes de retraite par répartition vont augmenter. Au-delà des mécanismes classiques de financement — augmentation de la durée et du taux de cotisation, diminution du taux de remplacement —, la constitution d'un fonds de réserve permet de répartir dans le temps les efforts financiers nécessaires pour assurer la pérennité des régimes de retraites. Le fonds accumule et place des réserves financières tant que le contexte démographique demeure favorable et les réinjecte dans le système lorsque le choc démographique se produit.

²⁵ Source : site Internet du FRR.

Ressources

Les ressources du FRR proviennent d'une quote-part du prélèvement social de 2 % sur les revenus du capital, qui alimente régulièrement le fonds, mais aussi de rentrées plus exceptionnelles : produits des privatisations ou d'autres cessions d'actifs (parts de Caisses d'épargne, licences UMTS), excédents des régimes sociaux et dotations diverses. Ses réserves au 31 décembre 2007 s'élevaient à EUR 34,5 milliards (USD 50,8 milliards)²⁶.

Objectifs, stratégie et investissements

L'objectif du FRR est de gérer ses ressources jusqu'en 2020 de façon à pouvoir financer une partie des besoins supplémentaires des régimes obligatoires d'assurance vieillesse des salariés, des commerçants et des artisans entre 2020 et 2040.

Compte tenu de cet objectif, le FRR bénéficie d'un horizon de très long terme, qui lui permet d'investir dans des actifs à prime de risque élevée, tout en les diversifiant pour respecter ses critères de risques. D'abord principalement investi dans la zone euro, il s'est diversifié au fur et à mesure pour investir à l'international, dans les pays émergents et dans les actifs alternatifs, à savoir immobilier non coté de la zone euro, infrastructures publiques, indices de matières premières et capital investissement.

Aux termes de son allocation stratégique définie en 2006 (et appelée à être revue en 2009), le portefeuille du FRR se répartit à 60 % en actions (33 % dans la zone euro et 27 % en dehors), à 30 % en obligations (21 % dans la zone euro et 9 % en dehors) et 10 % en actifs alternatifs. Au 30 juin 2008, sa répartition effective en actifs alternatifs n'était toutefois que de 1,6 %, au profit d'une allocation plus élevée en obligations euros.

L'absence de régularité de ses recettes oblige le FRR à appliquer, en parallèle à son allocation stratégique, une allocation tactique essentiellement basée sur les produits dérivés, qui permet de limiter l'exposition du fonds aux principales classes d'actifs en fonction du cycle économique et boursier. En outre, 90 % de l'exposition en devises est couverte par des contrats à terme sur les taux de change.

La stratégie du FRR juxtapose les modes de gestion indicielle, notamment pour les actions de grande capitalisation, et de gestion active, pour les actions du Bassin pacifique ou les actions de petite et moyenne capitalisation par exemple.

26 Au taux de change applicable le 31 décembre 2007, soit USD 1 = EUR 0,6793.

De par la loi, le FRR doit confier la gestion de ses actifs à des entreprises d'investissement, qu'il sélectionne par appels d'offres conformément aux procédures du Code des marchés publics auquel il est soumis. Au 30 juin 2007, quarante-quatre mandats avaient ainsi été accordés à vingt-huit sociétés de gestion.

Le FRR entend agir comme un investisseur socialement responsable : il exerce ses droits de vote de manière active aux assemblées générales des entreprises dont il est actionnaire et prend en compte dans sa gestion des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Gouvernance et transparence

Initialement constitué au sein du Fonds de solidarité vieillesse, le FRR est devenu autonome en 2001, où il a pris son nom actuel. Établissement public de l'État à caractère administratif, il est placé sous la double tutelle du ministre chargé de la Sécurité sociale et du ministre chargé de l'Économie et du Budget. Il est doté d'un directoire et d'un conseil de surveillance.

Le conseil de surveillance fixe les orientations générales de la politique de placement des actifs et contrôle les résultats du fonds. Il est composé de vingt membres : quatre parlementaires, dix partenaires sociaux, quatre représentants de l'État et deux personnalités qualifiées. Il doit se réunir au moins deux fois par an. Le directoire assume la direction exécutive, met en œuvre la stratégie et sélectionne les gérants. Il comprend trois membres et est présidé par le directeur général de la CDC. En vertu d'un accord spécial, la CDC assure la gestion administrative du fonds et, en particulier, le service de conservation des titres.

Le FRR publie ses comptes semestriellement, diffuse un état trimestriel de ses actifs et de ses performances et publie la composition détaillée de son portefeuille par classes d'actifs, zone géographique et monnaie. Ses comptes annuels sont certifiés par les commissaires aux comptes désignés par le conseil de surveillance.

Conclusion

La montée en puissance des fonds souverains reflète la redistribution de la richesse mondiale des pays industrialisés vers les pays émergents, l'inversion des rapports de force économique au profit du Moyen-Orient et de l'Asie, le basculement de l'économie mondiale vers l'Est. Les fonds souverains prospèrent sur les déficits des pays occidentaux et sont le symptôme de leur affaiblissement.

Si l'on peut déplorer cet état de fait et formuler le vœu de mettre en place les réformes structurelles nécessaires pour mettre un terme à nos déséquilibres, nos besoins en financement sont tels qu'il n'est pas possible de se passer des fonds souverains. Force est donc de reconnaître qu'ils sont devenus indispensables aux marchés internationaux.

Ils leur sont aussi profitables. La crise actuelle a profondément remis en cause certains modèles économiques et révélé l'intérêt et le besoin pour des investisseurs de long terme, capables de prendre des risques et de satisfaire en fonds propres les besoins de financement de l'économie. Les fonds souverains représentent à cet égard une opportunité pour les économies occidentales. La France en particulier, qui souffre de l'absence structurelle d'investisseurs de longue durée, se doit de drainer vers elle ces gisements d'épargne stable.

Il convient donc de trouver le juste équilibre entre contrôle des investissements dans les secteurs stratégiques et ouverture des marchés. Il s'agit de favoriser les situations mutuellement avantageuses, dans lesquelles les fonds souverains bénéficieront d'un traitement équitable dans les pays d'accueil, tandis que ceux-ci pourront résister en toute confiance aux pressions protectionnistes. La meilleure réponse aux défis posés par les fonds souverains est d'intensifier le dialogue avec eux, pour renforcer la confiance mutuelle et en faire des partenaires pour participer ensemble à la construction du futur.

Bibliographie

- Agardi, D., Alcouffe, A., «Fonds souverains et gouvernement d'entreprise : un état des lieux», *Les Notes du Lirhe*, note n° 459, septembre 2008.
- Assemblée nationale, Résolution n° 185, «L'Union européenne et les fonds souverains», 30 juillet 2008.
- Assemblée nationale, délégation pour l'Union européenne, «Compte-rendu n° 52 sur l'examen du rapport d'information de Daniel Garrigue», 17 juin 2008.
- Assemblée nationale, Garrigue, D., Rapport d'information n°963, «Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses», député, 17 juin 2008.
- Australia, Treasurer of the Commonwealth, «Principles guiding consideration of foreign government related investment in Australia», *Media Release* n° 009, 17 février 2008.
- Australian government, the Treasury, «Summary of Australia's Foreign Investment Policy», avril 2008.
- Autorité des marchés financiers, «Admission aux négociations d'obligations islamiques (*sukuk*) sur un marché réglementé français», 2 juillet 2008.
- Banque Centrale européenne, Beck, R., Fidora, M., «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», *occasional paper series* n° 91, juillet 2008.

- Banque de France, «Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change», discours du Gouverneur, Salzburg, 1^{er} octobre 2007.
- Beres, P., présidente de la commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, «Voilà pourquoi les "fonds souverains" font peur», *Confrontation Europe La Revue*, octobre-décembre 2007.
- Betbeze, J.-P., *Fonds souverains : à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Les Cahiers du Cercle des économistes, Puf.
- Blundell-Wignall, A., Hu, Y., Yermo, J., «Sovereign Wealth and Pension Fund Issues», OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, n° 14, OECD Publishing, janvier 2008.
- de Boissieu, C., président du Conseil d'analyse économique, professeur à Paris I, «Fonds souverains : un tournant allemand ?», *La Tribune*, 28 août 2008.
- Chhaochharia, V., (Université de Miami), Laeven, L., (FMI), «Sovereign Wealth Funds : Their Investment Strategies and Performance», 31 août 2008.
- CLSA, Brown, K., Hong Kong Investors' Forum, «No reverse gear», septembre 2008.
- Cohen-Tanugi, L., «Euromonde 2015 - une stratégie européenne pour la mondialisation», avril 2008.
- Commission européenne, «Approche européenne commune en matière de fonds souverains», 27 février 2008.
- Conseil européen, «Conclusions de la présidence», Bruxelles, 13-14 mars 2008.
- Demarolle, A., «Les fonds souverains», 22 mai 2008 ; ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, lettre de mission, 27 février 2008.
- Deutsche Bank Research, Kern, S., «SWFs and foreign investment policies – an update», 22 octobre 2008.

- Deutsche Bank Research, Kern, S., « Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise », 10 septembre 2007.
- Direction générale du trésor et de la politique économique, Odonnat, I., « Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale », *Lettre Trésor-Eco* n° 28, janvier 2008.
- El Hafdhi, R., « À l'origine des fonds souverains », *Problèmes économiques*, La Documentation Française, 2 juillet 2008.
- Fonds Monétaire International, « Création d'un groupe de travail international sur les fonds souverains pour faciliter l'élaboration de principes applicables à titre facultatif », communiqué de presse n° 08/97, 1^{er} mai 2008.
- Fonds monétaire international, Bulletin, 4 mars 2008.
- Fonds monétaire international, « Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda », 29 février 2008.
- Groupe de travail international des fonds souverains, « Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices – “Santiago Principles” », octobre 2008.
- Groupe de travail international des fonds souverains, « Current Institutional and Operational Practices », 15 septembre 2008.
- Hedge fund working group, « Hedge Fund Standards : Final Report », janvier 2008.
- House of Commons, « Sovereign wealth funds », Economic Indicators, Research paper 08/59, juillet 2008.
- Johnson, S., conseiller économique et directeur du département des études du FMI, « La montée en puissance des fonds souverains », *Finances & Développement*, septembre 2007.
- Kotter, J., Lel, U., « Friends or Foes ? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets », Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale, *International Finance Discussion Papers* n° 940, août 2008.

- Laramée, J.-P., «La finance islamique à la française», novembre 2008.
- Lipsky, J., Premier Directeur général adjoint du FMI, «Sovereign Wealth Funds : their role and significance», séminaire sur les fonds souverains, Santiago, Chili, 3 septembre 2008.
- Medef, Université d'été, «Fonds souverains, *hedge funds*, *private equity* : que reste-t-il de nos frontières ?», 27 août 2008.
- Medef, Position sur les fonds souverains, mai 2008.
- Monk, A., Moore, S., Xu, X., «A Review of Chinese-Language Literature on Sovereign Wealth Funds», *Oxford International Law Review*, Sovereign Wealth Funds Team, Working paper SWF001, juillet 2008.
- Morgan Stanley Research Global, «Currencies – How big could sovereign wealth funds be by 2015?», 3 mai 2007.
- De Nederlandsche Bank, «Une menace pour la stabilité financière ?», *Quarterly Bulletin*, Problèmes économiques, La documentation Française, 2 juillet 2008.
- Norton Rose, «Sovereign Wealth Funds and the Global Private Equity Landscape», juin 2008.
- OCDE, Gordon, K., «Foreign government-controlled investors and recipient country investment policies : a scoping paper», janvier 2009.
- OCDE, Capobianco, A., «Competition law and foreign government-controlled investors», janvier 2009.
- OCDE, Comité de l'investissement, «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», Rapport de la neuvième table ronde, 17 décembre 2008.
- OCDE, Gordon, K., «Accountability for security-related investment policies», novembre 2008.
- OCDE, «Sovereign wealth funds and recipient countries», 11 octobre 2008.

- OCDE, Comité de l'investissement, «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», Rapport de la huitième table ronde, 8 octobre 2008.
- OCDE, Conseil au niveau des ministres, «Déclaration sur les fonds souverains et les politiques des pays d'accueil», 5 juin 2008.
- OCDE, «Déclaration sur les Fonds souverains et les politiques des pays d'accueil», 4 et 5 juin 2008.
- OCDE, Forum 2008, Halvorsen, K., ministre des Finances de Norvège, «Sovereign Wealth Funds», 3 et 4 juin 2008.
- OCDE, Rapport du Comité de l'investissement, «Fonds souverains et politiques des pays d'accueil», 4 avril 2008.
- OCDE, Comité de l'investissement, «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», Rapport de la septième table ronde, 26 mars 2008.
- OCDE, «Code de la libération des mouvements de capitaux», Guide de référence, 2007.
- OCDE, «Instrument relatif au Traitement national», Déclaration sur l'investissement international et les entreprises multinationales, 1976.
- Paris Europlace, Jouiny, E., Pastré, O., «Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris», 25 novembre 2008.
- Parlement européen, «Rapport contenant des recommandations à la Commission sur les fonds alternatifs et les fonds de capital investissement», 11 septembre 2008.
- Parlement européen, «Réponse à la question du 2 juin 2008 de Pervenche Beres, au nom de la commission des affaires économiques et monétaires, sur le défi des fonds souverains», 8 juillet 2008.
- Plassart, P., Arnoux, P., «Le match des capitalismes», *Problèmes économiques*, La Documentation Française, 2 juillet 2008.

- ❖ Radon, J., Thaler, J., «Fonds souverains : le retour du capitalisme d'État», *Problèmes économiques*, La Documentation Française, 2 juillet 2008.
- ❖ Pr Relsen, H., Conseiller, Centre de développement de l'OCDE, professeur titulaire au WWZ, université de Bâle, «Fonds souverains et économie du développement», *La Vie Économique*, juillet-août 2008.
- ❖ Santiso, J., Centre de développement de l'OCDE, «Fonds d'État pour le développement», *Repères* n° 58, avril 2008.
- ❖ Schonberg, S., «Sovereign wealth alarm : will the big sovereign wealth fund surge lead to European protectionism? », *International Economy*, 2008.
- ❖ Sénat, Rapport d'information n° 336, Arthuis, J., sénateur, «Rôle des fonds souverains», 15 mai 2008.
- ❖ Sénat, Commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation, Rapport d'information n° 33, Arthuis, J., Marini, P., de Montesquiou, A., Adnot, P., Moreigne, M., Dallier, P., «Le nouvel "âge d'or" des fonds souverains au Moyen-Orient», 17 octobre 2007.
- ❖ State Street, «Sovereign Wealth Funds – Assessing the impact», *Vision Report*, 23 juillet 2008.
- ❖ Truman, E. M., Senior Fellow, Peterson Institute, «The Rise of Sovereign Wealth Funds : Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests», Testimony before the Committee on Foreign Affairs», US House of Representatives, 21 mai 2008.
- ❖ Truman, E. M., Senior Fellow, Peterson Institute, «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, 10 septembre 2008.
- ❖ The US Treasury Department, «Guidance concerning the National Security Review conducted by the Committee on Foreign Investment in the United States».

- The US Treasury Department, «CFIUS Reform : Guidance on National Security Considerations», 1^{er} décembre 2008.
- The US Treasury Department, «Final regulations governing CFIUS», 14 novembre 2008.
- The US Treasury Department, «CFIUS Reform : The Foreign Investment and National Security Act of 2007 (FINSIA)», 14 novembre 2008.
- US Joint Committee on Taxation, «Economic and U.S. Income Tax Issues Raised by Sovereign Wealth Fund Investment in the United States» (JCX-49-08), 17 juin 2008.
- de Vries, G., avocat à la cour, Granrut Avocats, «Investissements étrangers en France : le nouveau régime issu du décret du 30 décembre 2005», *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 22, 1^{er} juin 2006, 1849.
- Walker Guidelines Monitoring Group, «Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity», novembre 2007.
- World Economic Forum, «Myths and Realities of Sovereign Wealth Funds», Davos, 24 janvier 2008.

Remerciements

Je tiens à remercier pour leurs précieux conseils :

Dominique de Combles de Nayves

Dominique Auburtin

Bernard Gault

Jean Sebeyran

Arié Flack

Henri Dufey

Philippe Auberger

Alfred Lortat Jacob

Andrew Wigfall

Gerhard Guendel

Leon del Forno

Jean-Samuel Delacour

Qu'ils veuillent bien trouver ici l'expression de ma gratitude.

Conception et mise en pages : **ici & ailleurs**

Achévé d'imprimer :

Dépôt légal : mars 2009

N° éditeur : 0000

N° d'imprimeur : 0000

Imprimé en France

Apparus sur la scène de la finance mondiale, les fonds souverains ont été au cœur d'une effervescence économique, politique et médiatique croissante au cours des dernières années. Ces fonds d'État étrangers, mobilisant des volumes de liquidités considérables, se sont imposés comme des acteurs incontournables des marchés d'investissement à l'échelle globale. Mais, en dépit de l'attention soutenue dont ils bénéficient, les fonds souverains continuent de susciter de multiples débats. Qui sont-ils ? Qui les contrôle ? Quelles sont leurs véritables aspirations ? Doit-on encourager leur développement et favoriser leurs interventions ou, au contraire, faut-il s'en protéger ? Autant de questions vouées à devenir essentielles, du fait des prévisions de croissance exponentielle de ces fonds et des incertitudes quant à l'avenir de la finance occidentale.

Véritable guide de référence, cet ouvrage présente un état des lieux des fonds souverains dans leur diversité, les enjeux qu'ils soulèvent et les réponses à y apporter. Ce tour d'horizon reflète le caractère éminemment complexe et stratégique de la matière, tout en rendant sa compréhension aisée au lecteur.



Caroline Bertin Delacour est avocat d'affaires. Spécialisée en fusions-acquisitions transnationales et en *private equity*, elle a exercé successivement au sein des cabinets Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton et August & Debouzy. Sa pratique des investissements étrangers depuis plus de 20 ans lui permet de traiter le sujet de manière concrète, didactique et intelligible pour tous.