

L'EMERGENCE DES FONDS SOUVERAINS

REALITES ET ENJEUX

PAR

Steven COISSARD^{*}, Yann ECHINARD^{**} et Alain LAURENT^{**}

Bien que l'actualité des fonds souverains soit riche, notamment en lien avec la première grande crise de la mondialisation post-1944¹, ces derniers ne peuvent pas être considérés comme de nouveaux acteurs sur la scène financière mondiale. En effet, la création du premier fonds souverain date de 1953, lorsque le gouvernement koweïti, alors sous protectorat britannique, décida de placer les surplus financiers émanant de l'exploitation du pétrole au sein de la Koweit Investment Authority. Nous pouvons aussi faire référence à Temasek, holding de la République de Singapour, qui a été créé en 1974. Le développement des fonds souverains a donc largement précédé celui de la globalisation financière des années 1980.

Cependant, les fonds souverains ont pris une place grandissante dans le paysage financier international puisque près des deux tiers d'entre eux ont été créés au cours de la dernière décennie². Ces fonds d'investissement étatiques, en majorité originaires des économies émergentes, disposent de ressources importantes pouvant s'emparer des pans entiers de l'activité ou des infrastructures des pays occidentaux – à ce titre, il faut sans doute rappeler l'émotion suscitée en 2006 par le projet de rachat de certaines installations portuaires aux Etats-Unis par l'Autorité du port de Dubaï, projet finalement avorté en raison de sa trop grande charge symbolique. Leur rapide développement ne laisse donc pas indifférent : pour les uns, ces fonds sont des prédateurs qu'il faut redouter, dans les mains d'Etats potentiellement hostiles – et donc source d'instabilité, voire d'insécurité économique – ; pour les autres, ils doivent être accueillis comme des investisseurs bienveillants – et considérés comme source de stabilité³.

Le premier caractère particulier des fonds souverains par rapport aux autres fonds d'investissement est qu'ils sont alimentés par des ressources publiques et gérés par la puissance publique dans le but de servir les intérêts économiques d'un pays. Un nouveau capitalisme d'Etat a profité de l'interconnexion planétaire des marchés financiers. Une dimension géopolitique est fortement attachée à ces fonds⁴. La globalisation financière n'est

^{*} Enseignant-chercheur à l'école supérieure de commerce IDRAC (Lyon, France).

^{**} Maître de conférences en Sciences économiques à l'Université de Grenoble (France), où il est directeur scientifique de l'Espace Europe.

^{**} Maître de conférences en Sciences économiques à l'Université de Grenoble (France).

¹ Mohamed A. EL-ERIAN, « Les fonds souverains et la nouvelle normalité », *Finances et développement*, juin 2010.

² Pour une approche complète des fonds souverains, cf. le numéro hors série de la *Revue d'économie financière* « Les fonds souverains », 2009.

³ Pierre DOCKES, « Impérialisme d'émergence ou bienveillance souveraine », in Jean-Paul BETBEZE (dir.), *Fonds souverains. A nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Descartes & cie, Paris, 2008, pp. 35-41.

⁴ Yves JEGOUREL, « Géopolitique de la finance », *Revue internationale et stratégique*, n° 68, 2007, pp. 61-67 ; Pascal JUNGHANS, « Les fonds souverains, agents d'une vision patrimoniale de la mondialisation », *Géoéconomie*, aut. 2008, pp. 51-68.

donc plus le seul fait de fonds ayant le statut de personnes morales de droit privé : les fonds souverains se différencient sur le plan juridique des *hedge funds* et des fonds de *private equity*⁵.

Le second caractère particulier de ces fonds est qu'ils sont majoritairement issus des économies émergentes. Leur essor récent est la traduction d'une profonde transformation structurelle des relations économiques internationales : d'une situation importatrice nette, les économies émergentes sont devenues exportatrices de capitaux au fil des décennies⁶. Une dimension géo-économique est donc également fortement attachée à ces fonds : derrière une montée en puissance de ces fonds se cache un déplacement géographique de la richesse des nations. Il y a cinquante ans, 75 % de la richesse mondiale était créée dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) ; aujourd'hui, ils représentent moins de 55 %⁷.

Deux principaux facteurs ont permis aux économies émergentes d'accumuler des excédents courants importants : une croissance économique forte du fait d'une compétitivité accrue et d'une insertion dans les flux d'échanges de biens manufacturiers ; une augmentation importante et continue du prix des matières premières. Dans le premier cas, les entrées de devises ont largement alimenté les réserves de change : en effet, les banques centrales ont souhaité constituer des réserves importantes afin de protéger les pays contre d'éventuels chocs financiers, tels les brusques retournements des flux de capitaux qui ont fortement déstabilisé les économies du Sud-Est asiatique en 1997⁸ ; lorsque les réserves de change sont jugées suffisantes, les excédents de capitaux sont transférés dans des fonds souverains et administrés séparément des réserves officielles. Dans le second cas, lorsque l'accumulation d'avoirs extérieurs résulte de l'exportation de matières premières, les revenus tirés de ces actifs ou une partie de ces actifs eux-mêmes sont transférés à un fonds souverain dont les objectifs officiels sont souvent la solidarité intergénérationnelle, la stabilisation budgétaire, la création de systèmes d'assurance contre l'instabilité des cours des matières premières et la réduction de la dépendance des revenus liés aux matières premières en investissant dans le capital d'entreprises étrangères⁹.

La puissance des fonds souverains dépend bien sûr de la pérennité de leurs sources de revenus, à savoir la capacité d'exportation des économies émergentes et l'évolution du cours des matières premières. Il ne faudrait cependant pas oublier que la croissance de ces fonds dépend aussi du niveau des déséquilibres mondiaux : sans déséquilibre durable de la balance des paiements courants des uns, sans augmentation de l'endettement public des pays développés, les fonds souverains pourraient plus difficilement se développer à l'échelle internationale. Si les déséquilibres macro-économiques devaient se résorber, les pays émergents, au premier rang desquels la Chine, devraient réorienter leur croissance vers la demande intérieure – et donc leurs investissements –, afin de moins dépendre des marchés extérieurs et de devises nationales sous-évaluées. Quant aux prix du pétrole et des autres matières premières, ils devraient être tirés vers le haut par la rareté croissante et le développement des pays émergents et garantir durablement des sources de revenus ; mais, dans ce domaine, la prévision reste une activité hautement périlleuse.

⁵ Jean Hervé LORENZI / Philippe TRAINAR, « Les nouveaux acteurs de la finance », *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, 2008, pp. 20-28.

⁶ Les pays émergents ont connu une transition les faisant passer de *debtor regime* à *creditor regime*. Cf. Mohamed EL-ERIAN, « Asset liability management in emerging economies », Jennifer JOHNSON-CALARI / Malan RIETVELD (dir.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres, 2008, pp. 103-116.

⁷ Javier SANTISO, « Sovereign development funds : key financial actors of the shifting wealth of nations », *OECD Emerging Markets Networks Working Paper*, oct. 2008.

⁸ Paul KRUGMAN, *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Seuil, Paris, 2009.

⁹ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, oct. 2007.

Malgré la difficulté à obtenir des données exhaustives, le poids des fonds souverains – estimé autour de 3 500 milliards de dollars et peut-être moins, du fait des effets de la crise financière, c'est-à-dire moins de 3 % du total des actifs des pays industrialisés – doit être grandement relativisé, puisque les capitaux gérés par les fonds de pension sont évalués à 29 000 milliards de dollars, ceux des fonds mutuels à 23 000 milliards de dollars et ceux des fonds d'assurance à 20 000 milliards de dollars.

Dans cet article, nous préciserons la notion même de fonds souverain pour montrer que les contours en restent relativement flous sur le plan conceptuel. Plus difficile encore est l'appréciation de la stratégie des fonds souverains, leur manque de transparence étant d'ailleurs l'un des ingrédients majeurs des réticences qu'ils suscitent au sein des pays récipiendaires. Si ces derniers doivent se protéger des fonds souverains en élaborant des réglementations nationales, la meilleure protection pourrait consister à créer son propre fonds souverain. En conséquence, nous concluons ce panorama par l'examen de l'initiative française en la matière, qui tranche avec la passivité en matière de politique industrielle de ces trente dernières années.

QU'EST-CE QU'UN FONDS SOUVERAIN ?

La pluralité des définitions ne facilite pas l'appréciation du phénomène qui se développe de manière croissante depuis une décennie. En effet, selon la définition choisie, les montants des actifs sous gestion peuvent grandement varier.

Définitions

Il n'existe pas de définition universelle des fonds souverains. Si la définition retenue par le Fonds monétaire international (FMI) semble reprise par nombre de gouvernements, le Département du Trésor américain a donné sa propre approche. Par ailleurs, les deux principales sources quantitatives, le Sovereign Wealth Fund Institute et le Monitor Group, ne retiennent pas des critères identiques pour identifier les fonds souverains, si bien que certains fonds sont classés souverains par le Sovereign Wealth Fund Institute et pas par le Monitor Group.

Selon le FMI¹⁰, les fonds souverains peuvent se définir comme des fonds d'investissements spécifiques créés ou contrôlés par un gouvernement national, gérant des actifs financiers à long terme. Deux critères principaux permettent de les classer. En premier lieu, l'origine des ressources, issues d'excédents de la balance courante qui peuvent résulter d'exportations soit de matières premières soit de produits de base. Ensuite, les objectifs politiques : les fonds souverains peuvent être des fonds de stabilisation – pour se protéger des fluctuations des prix des produits de base –, des fonds d'épargne – pour convertir des actifs non renouvelables en actifs plus diversifiés en faveur des générations futures –, des sociétés de placement de réserves – pour accroître les réserves –, des fonds de développement – pour financer des projets socio-économiques – ou des fonds de réserves – retraites conditionnelles.

Pour le Département du Trésor américain, un fonds souverain désigne un mode d'investissement gouvernemental sur la base de capitaux émanant du commerce extérieur. Ces investissements s'appuient sur une gouvernance différente de réserves nationales gérées par les autorités monétaires (banques centrales), notamment sur un mode de gestion plus

¹⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *op. cit.*

risquée, avec un retour d'investissement attendu supérieur à la gestion traditionnelle des banques centrales.

La définition du Sovereign Wealth Fund Institute retient tous les fonds d'investissement composés d'actifs financiers provenant des surplus de la balance des paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisation, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base et possédé par un gouvernement – excepté les banques centrales¹¹.

Cette définition est moins stricte que celle donnée par le Monitor Group & Fondazione Eni Enrico Mattei, qui décrit les fonds souverains à partir des caractéristiques qui les différencient des autres formes d'investissements étatiques¹². Il retient cinq critères principaux : des organismes directement détenus par un Etat souverain ; une gestion indépendante des autres institutions financières publiques ; une relative dépendance envers des obligations sociales – notamment les retraites – ; des investissements vers différentes sortes d'actifs à la recherche de rendements ; une proportion internationale significative des investissements.

Quant à la position française, elle n'est pas davantage éclairante, puisque le rapport Demarolle reprend la définition du FMI¹³ et Christine Lagarde déclare qu'il est possible de considérer la Caisse des dépôts comme un fonds souverain.

Il semble plus pertinent de suivre la définition donnée par The international working group of sovereign wealth funds dans le cadre des Principes de Santiago, principes qui ont été élaborés dans le cadre d'une démarche concertée entre les parties prenantes¹⁴. Trois critères peuvent être retenus. Tout d'abord, celui selon lequel les fonds souverains sont des fonds d'investissement appartenant à des administrations publiques – à l'exception des banques centrales, des entreprises publiques, des caisses de retraites, des fonds gérés pour le compte de particuliers. Ensuite, les fonds souverains se distinguent en cela qu'ils sont créés à partir d'excédents de la balance des paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisation, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base et que leurs stratégies d'investissements comprennent les placements sur actifs financiers étrangers et excluent donc les fonds qui investissent uniquement nationalement. Enfin, les fonds souverains présentent la spécificité d'être gérés dans un but macro-économique et de devoir donc atteindre des objectifs financiers.

Origine et évaluation des montants engagés

Chercher à connaître l'origine des fonds souverains et la masse des actifs gérés est essentiel pour mieux évaluer les enjeux géopolitiques et géo-économiques. De telles informations sont très difficiles à obtenir car les fonds souverains sont des entités généralement opaques à l'exception du fonds souverain norvégien. Il existe également des tentatives de classification des fonds souverains en fonction de leur degré de transparence (*cf.* en annexe).

Répartition géographique des fonds et évaluation des montants gérés

¹¹ SOVEREIGN WEALTH FUNDS (SWF) INSTITUTE, *Sovereign Wealth Fund Rankings*, sept. 2010.

¹² MONITOR GROUP & FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *First Joint Annual Report on Sovereign Wealth Funds*, mai 2009.

¹³ Alain DEMAROLLE, *Rapport sur les fonds souverains*, La documentation Française, Paris, 2008.

¹⁴ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, « Generally accepted principles and practices : Santiago Principles », oct. 2008.

Origine	Nombre de fonds	Montant des actifs sous gestion en milliards de dollars
Afrique	5	128,4
Amérique du Sud	4	34,1
Amérique du Nord	4	65,8
Asie	13	1 456,1
Europe	4	575,3
Moyen-Orient*	18	1 374,1
Océanie	3	68,8

Sources : SWF INSTITUTE, *Funds Ranking*, sept. 2010 ; Victory BARBARY / Bernardo BORTOLOTTI, Veljko FOTAK / William MIRACKY, « SWF investment behavior », Monitor Group & Fondazione Eni Enrico Mattei, oct. 2010.

* Pour le Moyen-Orient, nous ne disposons pas de données pour trois fonds.

Le Moyen-Orient reste la région comprenant le plus grand nombre de fonds souverains (18) même si, en valeur, l'Asie l'a récemment dépassé (1 456,1 milliards de dollars contre 1 374,1). Il faut néanmoins nuancer la primauté asiatique, puisque, pour trois des fonds du Moyen-Orient, nous ne disposons pas de données quantitatives. La position européenne reste largement dépendante du Global Pension Fund norvégien, lequel représente en effet 75 % de la totalité des actifs détenus par les fonds souverains européens.

Les fonds souverains basés sur les ressources naturelles sont majoritaires en nombre (35 sur 51) et en valeur (2 152,3 milliards de dollars sur 3 702,6). Les fonds nouvellement créés durant la décennie 2000 sont autant des fonds qui gèrent des revenus provenant de l'exploitation de ressources naturelles (au nombre de 10) que des fonds dont les revenus sont issus d'autres origines (11 fonds).

Le Moyen-Orient est la zone qui concentre le plus grand nombre de fonds souverains. Cette situation n'est pas surprenante puisque les pays de la zone profitent de leur rente pétrolière et gazière générant des excédents structurels. Les deux plus gros fonds sont : l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) et le Koweit Investment Authority (KIA). Ces deux fonds prennent des parts de participation dans de grandes entreprises occidentales (Apollo, Prime West Energy, Daimler, etc.). Cette zone est intéressante à observer car les fonds souverains fonctionnent depuis plus de vingt ans et, en conséquence, leurs stratégies ont évolué. Les débuts ont été marqués par une certaine aversion au risque, se traduisant notamment par des achats massifs de bons du Trésor américain. Sous l'effet de la financiarisation de l'économie mondiale et des revenus croissants tirés de leur rente pétrolière, les investissements de ces fonds ont ensuite été réorientés vers des valeurs aux rendements plus attractifs.

Quatre pays du Sud-Est asiatique, Singapour, Malaisie, Brunei et le Timor oriental, ont créé des fonds souverains. Le plus ancien est celui de la République de Singapour, Temasek. Deux de ces fonds sont alimentés par les ressources pétrolières de la région (BIA du Brunei, et le fonds du Timor oriental) ; deux autres sont des holdings industrielles (Temasek et Khazanah de Malaisie) ; le dernier fonds, le second de la République de Singapour (GIC), gère les excédents budgétaires pour le compte du ministère des Finances.

La Russie fait partie des pays entrés récemment dans la « danse des fonds souverains »¹⁵. La motivation principale des autorités russes était initialement de réduire la dépendance du pays au pétrole et au gaz. Il a été décidé de constituer en 2004 un fonds de stabilisation visant à

¹⁵ Deux pays voisins de la Russie avaient déjà créé leurs fonds souverains : l'Azerbaïdjan en 1999 et le Kazakhstan en 2000.

stériliser les entrées de pétrodollars et accumuler des réserves pour faire face aux conséquences budgétaires d'une baisse du prix du pétrole. Bénéficiant de revenus importants liés aux prix élevés du pétrole et du gaz, deux fonds ont été créés en 2008, l'un toujours assurantiel (fonds de réserve), l'autre cherchant à générer des revenus d'investissement (fonds de bien-être national).

La Chine a instauré depuis la fin des années 1990 plusieurs fonds : le State Administration of Foreign Exchange (SAFE), le SAFE Investment Company, le National Social Security Fund, le China Investment Bank et la China Investment Corporation (CIC). Seule la CIC répond aux critères édictés par le FMI.

La Norvège a créé un fonds souverain afin de se protéger contre la volatilité des marchés de l'énergie. Cette motivation première ne différencie pas la Norvège de la Russie ou des pays du Moyen-Orient. La structure de ce fonds ne le singularise pas davantage, puisque le Government Pension Fund Global est administré par le Norges Bank Investment Management au sein même de la Banque centrale de Norvège. Quant à la culture fondée sur la transparence, les études portant sur ce fonds ne semblent guère indiquer une particularité norvégienne.

FAUT-IL AVOIR PEUR DES FONDS SOUVERAINS ?

Des craintes multiples

Le développement rapide des fonds souverains combiné à une transformation importante des structures industrielles des économies développées suscite de nombreuses craintes : des risques de distorsion involontaire des marchés, la mainmise potentielle sur des actifs stratégiques, l'instrumentalisation à des fins géopolitiques ou encore la création d'entraves à la concurrence.

L'opacité de la stratégie des fonds souverains ouvre la porte à toutes les interprétations : les choix d'investissement pourraient répondre à des critères non économiques et, conséquemment, à des considérations d'ordre stratégique ou géopolitique afin d'instrumentaliser les entreprises-cibles dans l'intérêt du pays d'origine (acquérir des technologies de pointe ou tenter d'infléchir le développement de la cible afin d'offrir un avantage concurrentiel aux entreprises du pays d'origine).

Les vives réactions politiques lors d'entrées au capital d'entreprises triadiques par des entreprises publiques ou des fonds souverains d'économies émergentes constatées ces dernières années illustrent parfaitement la transformation profonde de la géo-économie et de la géopolitique mondiale : réactions américaines au Congrès lorsque six ports américains avaient été transférés à la compagnie publique des Emirats arabes unis, Dubaï Ports World – transfert qui fut abandonné ; réaction britannique lorsque le ministre du Commerce et de l'Industrie rompit avec l'attitude traditionnelle proscrivant toutes déclarations publiques en matière d'opérations de fusions-acquisitions lors d'une rumeur d'offre de Gazprom sur la compagnie Centrica ; réactions en France et en Allemagne lors de l'entrée au capital d'EADS de la banque publique russe VTB...¹⁶

Ces trois exemples sont bien sûr symptomatiques, car les investissements portent sur des secteurs dits stratégiques (énergie, infrastructures, aérospatial). Ils illustrent aussi ce lent

¹⁶ Alain DEMAROLLE, *op. cit.*

glissement de la périphérie rejoignant le centre du capitalisme mondial¹⁷. La charge symbolique est donc très forte. Ils marquent enfin le développement du capitalisme d'Etat dans la finance internationale. Cette dernière ne serait donc plus sans frontières ni sans nationalités ; elle pourrait être le lieu de rivalités entre nations. L'émergence de débats sur le patriotisme économique au sein des pays occidentaux (Etats-Unis, France, Italie, etc.), de l'importance stratégique de l'intelligence économique dans la conduite des politiques économiques¹⁸, de la mise en œuvre de politiques fondées sur la recherche de gains de compétitivité montre peut-être un basculement profond dans l'appréhension de la réalité de la mondialisation des économies. Les fonds souverains, combinés aux effets de la première grande crise financière mondiale, produiraient tout simplement un effet cathartique : contrairement aux idées largement répandues depuis de nombreuses années, du village global au monde sans frontières en passant par l'absence de nationalité des firmes multinationales, l'ouverture croissante des économies ne signifie pas la dépolitisation des relations économiques internationales.

Une stratégie d'investissement à long terme

Alors, que sait-on exactement de la stratégie des fonds souverains ? Ils sont l'un des organismes en charge de la gestion des richesses dans les pays émergents. Alors que les banques centrales gèrent les réserves de change avec prudence, les fonds souverains offrent un élément de flexibilité. Les études disponibles montrent que les fonds souverains ont des stratégies d'investissement qui peuvent être différenciées d'un cas à l'autre, mais qui sont néanmoins centrées sur la rentabilité¹⁹. Les fonds souverains relèvent de l'Etat mais pas du gouvernement. Ce sont souvent des entités indépendantes, même si siègent à leur conseil d'administration des représentants du gouvernement qui ont pour mandat la rentabilité économique et s'ils sont dirigés par des gérants professionnels de premier plan.

Les détracteurs des fonds souverains leur reprochent leur manque de transparence, mais on peut en dire au moins autant des fonds d'investissement adeptes de la gestion alternative. Les exigences en matière de transparence, c'est-à-dire la publication d'informations détaillées sur les actifs et, plus généralement, en matière de régulation concernent l'ensemble des institutions financières. Si on reste dans le registre de la stabilité financière, on pourrait même souligner l'utilité des fonds souverains, qui introduisent un horizon de long terme dans l'univers des marchés financiers, lequel en est singulièrement dépourvu : horizon de placement long, diversification de portefeuilles, solidité intrinsèque en l'absence de recours à l'effet de levier et de risque d'assèchement brutal des ressources.

La structure des portefeuilles varie considérablement d'un fonds à l'autre, reflétant une appétence variée pour le risque, de la prudence absolue affichée par le fonds de stabilisation russe (détention d'actifs à revenus fixes de la meilleure qualité libellés en dollars, euros ou livres sterling) à la diversification, certes modeste, des fonds de Singapour, qui s'aventurent dans la gestion alternative. Cela s'explique par la nature de nombreux fonds souverains, comptables de la richesse nationale et responsables de sa transmission aux générations futures.

¹⁷ Jacques DE LAROSIERE, « Les nouvelles dynamiques de la finance internationale. Un rééquilibrage par les pays émergents ? », *Politique étrangère*, été 2008, pp. 415-428.

¹⁸ Bernard CARAYON, *Intelligence économique, compétitivité et cohésion sociale*, La documentation Française, Paris, 2003.

¹⁹ Christopher BALDING, « A portfolio analysis of sovereign wealth funds », University of California, Department of Economics, juin 2008.

Quelle est la répartition géographique des investissements des fonds souverains ? Des estimations disponibles indiquent que, entre 1995 et mi-2008, les deux tiers des investissements des fonds souverains sont effectués dans des sociétés européennes ou nord-américaines, ce qui reflète la diversité des placements offerts et la liquidité des marchés de capitaux de ces zones les plus développées. Faut-il en déduire que les fonds souverains sont un instrument de prédation des entreprises occidentales ? Hormis quelques exceptions, dont celle bien connue du Fonds norvégien, les fonds souverains sont plutôt des investisseurs passifs (prises de participation minoritaires ou détention d'actions à dividendes préférentiels mais dépourvues de droit de vote). Une telle attitude, bien loin d'une problématique de prédation, pose plutôt la question du gouvernement d'entreprise et du manque d'incitations qu'auraient alors les managers à maximiser la production de valeur.

Si les marchés financiers occidentaux restent la terre d'élection des fonds souverains, parallèlement se développent les investissements dans l'économie locale ou régionale. Le portefeuille de la CIC se compose à 70 % d'actions chinoises, le fonds norvégien est légalement tenu d'investir en Europe, les fonds souverains du Golfe ont privilégié le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord. Dans la mesure où la plupart des fonds souverains sont issus des pays émergents (15 % seulement sont issus des pays de l'OCDE), on peut dire qu'ils pourraient à l'avenir constituer un instrument de financement du développement dans leur propre pays, mais aussi dans le monde en développement. Cela n'est pas le fruit d'un altruisme particulier, ni d'une quelconque mission en termes de développement, mais plutôt le fruit d'une saine diversification des investissements à l'heure où l'anémie des économies de l'OCDE contraste avec les taux de croissance spectaculaires des économies émergentes. La crise financière aura, au moins pour un temps, conforté cette stratégie : les fonds souverains ont subi d'importants revers et ils se sont, pour certains, concentrés sur la stabilisation de leur économie nationale. Alors que la crise offrait l'opportunité d'investissements opportunistes, le second trimestre de l'année 2009 a enregistré un très faible niveau d'investissements, pour un montant de 3,5 milliards de dollars, une somme comparable à celle de l'année 2003 lorsqu'il n'existait que cinq fonds souverains actifs²⁰.

A la recherche d'un cadre réglementaire

L'analyse précédente montre qu'il ne faut pas surestimer le potentiel ou l'agressivité des fonds souverains. Pourtant, la suspicion demeure dans les pays récipiendaires de l'OCDE, car ces fonds sont l'émanation d'Etats sans tradition démocratique, dont l'influence géostratégique est croissante.

Face aux craintes croissantes et aux réglementations protectionnistes qu'ils pourraient engendrer, les fonds souverains ont cherché une parade concertée. Sous l'égide du FMI, un groupe de travail rassemblant 26 pays dotés de fonds souverains a été créé à Washington en avril-mai 2008. L'objectif de ce groupe était de définir un ensemble de principes conformes aux pratiques généralement acceptées (PPGA) : ceux-là sont désormais connus sous le nom de Principes de Santiago. Ils s'appuient sur trois critères : une plus grande transparence, en définissant le cadre institutionnel et la structure de gouvernance ; une plus grande responsabilisation ; une clarification du cadre d'investissement et de gestion du risque, c'est-à-dire des engagements concrets à investir sur des bases économiques plutôt que politiques²¹.

A partir de ces trois critères, le groupe de travail a établi 24 principes, que les fonds souverains s'engagent à appliquer ou à mettre en œuvre. Ce résultat ne doit pas être

²⁰ William MIRACKY / Bernardo BORTOLOTTI (dir.), *Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, Monitor Group & Fondazione Eni Enrico Mattei, 2010.

²¹ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *op. cit.*

suresstimé, car il ne s'agit que d'un code de bonne conduite, qui n'est ni contraignant ni exécutoire. En conséquence, ce code pourrait être jugé insuffisant et n'avoir que peu d'effets sur les tentations protectionnistes des pays récipiendaires.

Le protectionnisme n'est pourtant pas une voie féconde, car il serait absurde de se priver de sources de financement stables et d'enclencher une série de réactions en chaîne négatives. Le défi consiste donc à trouver un bon équilibre entre sécurité et ouverture²². Les pays récipiendaires possèdent tous un code des investissements étrangers qui réglemente plus ou moins sévèrement l'acquisition d'actifs nationaux par des non-résidents. L'émergence des fonds souverains, dont l'activité peut être perçue comme une arme dans les relations internationales, a conduit les pays occidentaux récipiendaires à reconsidérer leur position. En juin 2008, le Conseil des ministres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) a adopté une Déclaration sur les fonds souverains et les politiques des pays récipiendaires qui s'efforce, en écho aux Principes de Santiago, d'introduire de bonnes pratiques, une réglementation transparente et circonscrite à la défense de la sécurité nationale²³. Pas plus que les Principes de Santiago ne contraignent les fonds souverains, cette déclaration ne s'impose à ses signataires, auxquels elle laisse une large marge de manœuvre. Quelles sont les pratiques en la matière ?

L'exemple américain n'est pas sans intérêt²⁴. Les Etats-Unis se sont dotés dès 1988 d'un cadre législatif (*Trade and Competitiveness Act*), amendé en 2007 (*Foreign Investment and National Security Act*), qui permet l'examen et, le cas échéant, la limitation des investissements étrangers lorsque ceux-là sont susceptibles de porter atteinte à la sécurité nationale. Loin de se limiter au secteur de la défense, la notion de sécurité nationale est très extensive, puisqu'elle se trouve définie à partir d'une liste non limitative de critères. Lorsque l'investisseur est un gouvernement étranger ou une société d'Etat, l'organisme compétent, le Committee on Foreign Investments in the United States, lance obligatoirement une enquête et adresse ses recommandations au Président, lequel statue en dernier ressort. En pratique, l'arme n'est que très peu utilisée, mais son mérite est d'exister et de donner une base juridique à un dispositif protecteur.

La situation européenne est plus ambiguë²⁵. Les pays européens ne sont pas sans défense, puisque la réglementation communautaire prévoit que les prises de contrôle, quel que soit le secteur concerné, doivent être notifiées à la Commission et aux autorités nationales de la concurrence compétentes. Bien entendu, un investisseur peut exercer une influence importante sans nécessairement contrôler l'entreprise. C'est pourquoi de nombreux Etats membres ont adopté une législation protectrice dans certains secteurs stratégiques. En Allemagne, la loi Volkswagen de fin 2008 donne au *Land* de Basse-Saxe une minorité de blocage, avec 20 % des parts dans le capital de Volkswagen, alors que le droit des sociétés allemand fixe cette limite à 25 %. En France, le décret du 30 décembre 2005 dresse la liste de 11 secteurs dans lesquels les investissements étrangers doivent être soumis à autorisation préalable, dans la mesure où ils viseraient à acquérir une minorité de blocage ou la majorité du capital d'une entreprise française. Il est à noter que ces réglementations

²² Lars-Hendrik RÖLLER / Nicolas VERON, « L'Europe face aux investissements souverains », *Revue d'économie financière*, n° hors-série, 2009, pp. 439-454.

²³ Stephen KERN, « Fonds souverains : nouvelles réalités économiques et réponses politiques », *Revue d'économie financière*, n° hors-série, 2009, pp. 275-289.

²⁴ Laura BADIAN / Gregory HARRINGTON, « Evolution de la politique des fonds souverains », *Revue d'économie financière*, n° hors-série, 2009, pp. 149-164.

²⁵ Daniel GARRIGUE, « Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses », *Rapport d'information déposé par la délégation de l'Assemblée nationale pour l'Union européenne*, Assemblée nationale, n° 963, juin 2008.

nationales ne visent pas expressément les fonds souverains, mais poursuivent un objectif de préservation de la sécurité nationale.

La marge de manœuvre des Etats est encadrée par le droit communautaire, qui garantit la libre circulation des capitaux (article 56 du Traité de l'Union européenne) : les restrictions ne peuvent être liées qu'à des motifs relatifs à l'ordre public ou la sécurité publique ou encore des raisons impérieuses d'intérêt général (article 58). Cela signifie que les Etats membres ne peuvent imposer que des restrictions proportionnées à la menace supposée et ne pas protéger des intérêts purement économiques. D'ailleurs, la Commission européenne a engagé une procédure d'infraction contre la législation française, le processus étant pour l'instant gelé, tandis que la Cour de Justice avait rejeté une première mouture de la loi Volkswagen en 2007. Malgré un besoin utile de clarification, la Commission, dans sa communication de mars 2008 sur les fonds souverains, se contente de renvoyer les Etats membres à la libre circulation des capitaux, la Cour de Justice restant en dernier ressort compétente pour valider les mesures restrictives éventuellement adoptées.

Dans ces conditions, une réglementation commune semblerait opportune, car au risque juridique s'ajoute un risque économique. D'une part, le pouvoir d'interprétation de la Cour de Justice des législations nationales crée une insécurité juridique dans des pays qui ont besoin des investissements étrangers et qui y sont d'ailleurs très ouverts, parmi les plus ouverts au monde. D'autre part, les réglementations nationales ne devraient pas s'ignorer, puisque le marché unique crée des interdépendances entre entreprises européennes et on pourrait imaginer que l'indépendance d'une entreprise soit remise en cause si un de ses fournisseurs situé dans un autre Etat membre passait sous le contrôle d'un fonds souverain d'un Etat tiers. Une telle harmonisation des législations ne semble pas à l'ordre du jour et, d'ailleurs, on imagine déjà les difficultés qu'il y aurait à définir une liste commune de secteurs stratégiques !

EN GUISE DE CONCLUSION : LE FONDS STRATEGIQUE D'INVESTISSEMENT, NOUVELLE FIGURE DU CAPITALISME D'ETAT ?

Le rapide développement des fonds souverains des pays émergents révèle une dimension cachée du processus de mondialisation, celle du capitalisme d'Etat. La finance mondiale n'est pas un monde sans influences nationales et ne se réduit pas aux forces anonymes du marché. La puissance publique conserve un rôle stratégique dans le développement des entreprises et contribue à structurer des rapports de force sur les marchés. Cela redonne une légitimité au rôle de l'Etat dans la conduite de politique industrielle active.

A l'échelle de l'Europe, une telle politique dépasse la conception que donne le Traité de Maastricht de la politique industrielle considérée comme une politique d'environnement. Dans ce cadre évolutif, il n'est pas surprenant de voir les autorités françaises faire œuvre de volontarisme en la matière.

Dès 2003, Bernard Carayon mettait en garde contre la sous-capitalisation des entreprises françaises et les dangers d'une exposition aux prises de participations hostile. L'une de ses propositions consistait en la création d'un fonds d'investissement français généraliste, à capitaux mixtes appuyés sur la Caisse des dépôts et consignation et mobilisable

rapidement. Il a fallu attendre 2009 pour voir la France lancer son Fonds stratégique d'investissement (FSI).

Doté de 20 milliards d'euros (17^e rang mondial en comparaison avec les fonds souverains), le FSI est une filiale de la Caisse des dépôts, qui détient 51 % des parts, les 49 % restants revenant à l'Etat français. La création du FSI marque le retour en grâce de la présence de l'Etat dans la sphère économique.

Qualifié de fonds souverain, le FSI a un double objectif offensif – concourir au développement des PME – et défensif – entrer au capital de grands groupes d'importance stratégique, dissuader d'éventuels prédateurs. Il a vocation à être un fonds stratégique – il vise des entreprises à la base de la compétitivité française, favorise le co-investissement, accompagne les entreprises à moyen et long termes et prend en considération les perspectives de stabilité et de reconstitution de l'actionnariat lors de sa sortie du capital d'une entreprise – et un fonds d'investissement (investissement minoritaire, mais participation à la gouvernance, recherche d'une rentabilité, *process* d'investissement standard). Il exclut tout interventionnisme dans les entreprises et se contente d'un rôle de stabilisation de l'actionnariat et des stratégies et entend jouer comme un attracteur pour d'autres investisseurs que la présence de l'Etat rassurerait.

Pour mener à bien ses missions, le FSI souffre cependant d'un handicap financier : il ne bénéficie pas d'une source d'alimentation pérenne, comme les revenus issus du commerce des matières premières, et sa dotation provient aux deux tiers du redéploiement de participations de l'Etat déjà existantes dans des sociétés françaises et seulement d'un tiers de ressources nouvelles qu'il a fallu emprunter. Sa taille relativement modeste l'obligera à osciller entre saupoudrage et ciblage, au détriment de l'efficacité dans le premier cas et de la diversification dans le second.

Créé dans un contexte difficile, le FSI assure à la France une position enviable parmi les pays détenteurs de fonds souverains. Certes, à l'heure actuelle, il semble difficile de tirer les leçons d'un tel volontarisme politique, mais le FSI apparaît désormais comme un rempart contre d'éventuels prédateurs et comme une source de financement nationale pour les entreprises françaises. Si sa force de frappe est sans commune mesure avec celle de fonds tels que SAMA Foreign Holdings ou Abu Dhabi Investment Authority, les acteurs des marchés financiers doivent désormais composer avec sa présence lorsqu'ils décident de prendre des positions dans les entreprises françaises.

ANNEXES

Les fons souverains

Intitulé	Pays	Capital (mds \$)	Création	Source	Indice ^a	
					Truman	Linaburg-Maduell
Government Pension Fund – Global	Norvège	430.6 ^c	1990	Pétrole	92	10
SAMA Foreign Holdings	Arabie Saoudite	415 ^b	1952*	Pétrole	na	2
Abu Dhabi Investment Authority	EAU – Abu Dhabi	395 ^c	1976	Pétrole	9	3
SAFE Investment Company	Chine	347.1 ^b	1997	Non-Commodity	na	2
China Investment	Chine	332,4 ^c	2007	Non-	29	6

Corporation				Commodity		
Kuwait Investment Authority	Koweït	295 ^c	1953	Pétrole	48	6
Hong Kong Monetary Authority	Chine (Hong Kong)	227.6 ^b	1993	Non-Commodity	67	8
Gov. of Singapore Investment Corporation	Singapour	195 ^c	1981	Non-Commodity	41	6
Temasek Holdings	Singapour	133 ^c	1974	Non-Commodity	45	10
National Social Security Fund	Chine	130 ^c	2000	Non-Commodity	77	5
National Wealth Fund	Russie	87.1 ^c	2008	Pétrole	51	5
Qatar Investment Authority	Qatar	70 ^c	2005	Pétrole	9	5
Libyan Investment Authority	Libye	64 ^c	2006	Pétrole	na	2
Australian Future Fund	Australie	57.1 ^c	2004	Non-Commodity	80	9
Revenue Regulation Fund	Algérie	56.7 ^b	2000	Pétrole	27	1
International Petroleum Inv ^t Company	EAU – Abu Dhabi	46 ^c	1984	Pétrole	na	na
Alaska Permanent Fund	Etats-Unis (Alaska)	35.5 ^b	1976	Pétrole	94	10
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	34.1 ^c	2000	Pétrole	64	6
Brunei Investment Agency	Brunei	30 ^c	1983	Pétrole	18	1
National Pensions Reserve Fund	Irlande	29.6 ^c	2001	Non-Commodity	86	10
Strategic Investment Fund	France	28 ^b	2008	Non-Commodity	na	na
Khazanah Nasional	Malaisie	26.9 ^c	1993	Non-Commodity	38	4
Mubadala Development Company	EAU – Abu Dhabi	23.4 ^c	2002	Pétrole	15	10
Oil Stabilisation Fund	Iran	23 ^b	1999	Pétrole	23	1
Economic and Social Stabilization Fund	Chili	21.8 ^b	1985	Copper	70	10
Investment Corporation of Dubai	EAU – Dubaï	19.6 ^c	2006	Pétrole	na	4
State Oil Fund of Azerbaijan	Azerbaïdjan	18,1 ^c	1999	Pétrole	77	10
Korea Investment Corporation	Corée du sud	17.8 ^c	2005	Non-Commodity	51	9
Alberta's Heritage Fund	Canada	13.8 ^b	1976	Pétrole	74	9
Mumtalakat Holding Company	Bahreïn	12.9 ^c	2006	Pétrole	na	8
New Mexico State Investment Council	Etats-Unis (NM)	12.9 ^b	1958	Pétrole et Surplus fiscal	86	9
New Zealand Superannuation Fund	Nouvelle Zélande	11,3 ^c	2003	Non-Commodity	na	10
Istithmar World	EAU – Dubai	10.7 ^c	2003	Pétrole	14	na
State General Reserve Fund	Oman	8.9 ^c	1980	Pétrole et Gaz	20	1
Sovereign Fund of Brazil	Brésil	8.6 ^b	2009	Non-Commodity	na	na
Pula Fund	Botswana	6.9 ^b	1994	Diamant et Minerais	55	1
Petroleum Fund	Timor oriental	6.3 ^c	2005	Pétrole et Gaz	80	6
Public Investment Fund	Arabie saoudite	5.3 ^b	2008	Pétrole	na	3
China-Africa Development Fund	Chine	5 ^b	2007	Non-Commodity	na	4

Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Etats-Unis (Wyoming)	3.6 ^b	1974	minerais	91	9
Heritage and Stabilization Fund	Trinidad & Tobago	2.9 ^b	2000	pétrole	53	5
RAK Investment Authority	EAU – Ras Al Khaimah	1.2 ^c	2005	pétrole	na	3
FEM	Venezuela	0.8 ^b	1998	pétrole	23	1
State Capital Investment Corporation	Vietnam	0.6 ^c	2006	Non-Commodity	na	4
Excess Crude Account	Nigeria	0.5 ^b	2004	Pétrole	26	1
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	0.4 ^c	1956	Phosphates	29	1
Government Investment Unit	Indonésie	0.3 ^b	2006	Non-commodity	na	na
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauritanie	0.3 ^b	2006	Pétrole et Gaz	na	1
Abu Dhabi Investment Council	EAU – Abu Dhabi	na	2007	Pétrole	9	Na
Emirates Investment Authority	EAU – Federal	na	2007	Pétrole	na	2
Oman Investment Fund	Oman	na	2006	Pétrole	na	Na

Total (ressources naturelles) : 2 152,3

Total (non-commodity) : 1 150,3

^a Indice de transparence (*cf.* annexe suivante)

^b Source : SWF institute, *Funds Ranking*, sept. 2010.

^c Source : V. BARBARY / B. BORTOLOTTI / V. FOTAK / W. MIRACKY, « SWF investment behaviour », *Monitor Group & Fondazione Eni*, 2010 Enrico Mattei, octobre.

Les indices de transparence

Deux indices décrivent la transparence des fonds souverains : le premier, défini par le Sovereign Wealth Fund Institute, se nomme Indice Linaburg-Maduell et le second est décrit par Edwin Truman.

L'Indice Linaburg-Maduell comprend dix critères et évalue la transparence des fonds souverains sur les informations qu'ils fournissent quant à l'origine de leurs capitaux, leur stratégie, leurs objectifs...

L'indice de Truman est plus complet puisqu'il prend en considération 25 critères, classés dans quatre catégories : structure, gouvernance, transparence et comptabilité, comportement. En interrogeant directement les dirigeants, l'Indice de Truman décrit qualitativement le fonctionnement des fonds souverains. Deux limites se posent néanmoins, la première dans la subjectivité de la transformation des données qualitatives en variables quantitatives, la seconde dans la non- réactualisation de l'indice.