

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DE GESTION

Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère en Sciences Economiques
Option : Economie et Finance Internationale.

Thème :
Essai d'analyse des stratégies d'investissement des
fonds souverains et fonds institutionnels.

Dirigé par :

Mr. BOUYAHIAOUI Nasser

Présenté par :

Mr. GUESMIA Madjid

Devant le jury composé de :

Président : Mr GUENDOUI Brahim, Professeur, UMMTO.

Rapporteur : Mr BOUYAHIAOUI Nasser, Maître de conférences A, UMMTO.

Examineurs : Mr AZOUANI Nacer, Maître de conférences A, ESC, Alger.

Mr OUALIKENE Selim, Maître de conférences A, UMMTO.

Date de soutenance : 03/06/2014

Remerciements

Je remercie tous ceux qui m'ont aidé à la finalisation de ce travail. Mes sincères remerciements s'adressent à mon promoteur Mr BOUYAHIAOUI pour sa présence permanente, ses précieux conseils, mais surtout pour son aide si efficace qu'il m'a apporté.

Je remercie tous ceux qui m'ont soutenu et contribué de pré ou de loin dans l'aboutissement de ce travail.

Dédicace

A mes parents,

A toute ma famille,

A mes amie et mes amis.

Je dédie ce modeste travail.

Sommaire

Introduction générale.....	07
Chapitre I: les fonds souverains, acteur majeur du système financier international....	12
Introduction	12
Section 1:l'ambiguïté de la définition des fonds souverains.....	12
Section 2 : la distribution géographique des fonds souverains.....	24
Section 3 : les fonds souverains, investisseurs inéluctables de la finance mondiale.....	31
Conclusion.....	42
Chapitre II : gouvernance et stratégies d'investissement des fonds souverains.....	45
Introduction.....	45
Section 1: la gouvernance des fonds souverains.....	45
Section 2: stratégies d'investissement des fonds souverains.....	51
Section 3 : l'allocation d'actif et la gestion des risques.....	65
Conclusion.....	84
Chapitre III : la diversité des fonds d'investissement traditionnels et leurs stratégies... 	86
Introduction.....	86
Section 1 : les fonds des investisseurs institutionnels.....	86
Section 2 : les stratégies d'investissement des hedge funds	94
Section 3 : les stratégies d'investissement des fonds de pension.....	107
Conclusion.....	115
Chapitre IV : cadre d'analyse comparatif des stratégies des fonds étudiés.....	117
Introduction.....	117
Section 1 : les objectifs de chaque fonds.....	117

Section 2 : essai de comparaison des stratégies des fonds étudiés.....	122
Conclusion.....	135
Conclusion générale.....	152
La bibliographie.....	144

Liste des illustrations

Liste des tableaux

Tableau n°1 : les différents instruments de l'intervention de l'Etat.....	13
Tableau n° 2 : liste des fonds des plus en moins transparents.....	18
Tableau n° 3 : une classification des objectifs poursuivis par les fonds souverains.....	20
Tableau n° 4 : le développement des fonds souverains depuis 1953 à nos jours.....	23
Tableau n° 5 : les fonds souverains de l'Afrique selon leur importance.....	25
Tableau n° 6 : les fonds souverains de l'Amérique.....	25
Tableau n° 7 : les fonds souverains de l'Asie.....	25
Tableau n°8 : les fonds de la région Australe.....	26
Tableau n° 9 : les fonds européens.....	27
Tableau n°10 : les fonds de Moyen-Orient.....	27
Tableau n° 11 : répartition planétaire des fonds souverains.....	28
Tableau n° 12 : exemples de participations significatives.....	33
Tableau n° 13 : comparaison des IDE des fonds souverains entre 2007-2008/2009-2010.....	42
Tableau n°14 : prise de participation sectorielle des fonds souverains dans le monde entre janvier 2000 et 2008.....	55
Tableau n°15 : investissements réalisés par les fonds souverains dans les secteurs sensibles dans les pays de l'OCDE (janvier 2000 à juin 2008).....	56
Tableau n°16 : distribution du portefeuille de reserve fund en devises étrangères.....	58
Tableau n° 17 : la composition du portefeuille d'investissement de Reserve Fund en titres à revenus fixes.....	59
Tableau n°18 : prises de participations dans les institutions financières occidentales (2007-2008).....	61
Tableau n° 19 : exemples de benchmark choisis par les fonds souverains	67
Tableau n°20 : proportion des fonds souverains investissant dans les différents actifs financiers.....	69
Tableau n° 21 : prises de participation de SAFE.....	76
Tableau n° 22 : les investissements de GPFPG en 2008.....	76

Tableau n° 23 : les secteurs ciblés par le fonds MUBADALA.....	81
Tableau n°24 : taille des investisseurs institutionnels de long terme.....	123
Tableau n°25 : taux de rotation des actifs des principaux investisseurs de long terme.....	130
Tableau n°26 : Utilisation du levier.....	132
Tableau n°27 : tableau comparatif	134

Liste des graphiques

Graphique n°1 : répartition planétaire des fonds souverains	29
Graphique n° 2 : projection de croissance rapide des fonds souverains	31
Graphique n° 3 : classes d’actifs financiers internationaux	40
Graphique n°4 : répartition des investissements des fonds souverains par zone géographique entre 1995-2009.....	52
Graphique n° 5 : répartition des investissements des fonds souverains entre les différents pays européens entre 1995-2009.....	53
Graphique n°6 : distribution du portefeuille de Reserve Funds en devises étrangères.....	59
Graphique n°7 : composition de portefeuille d’investissement de Reserve Fund en titres à revenus fixes.....	60
Graphique n° 8 : Proportion des fonds souverains investissant dans chaque classe d’actif....	69
Graphique n° 9 : instrument de suivi des risques utilisés.....	82
Graphique n°10 : évolution du taux de change JPY-USD (11-12/2001).....	102
Graphique n° 11 : exemple sur pairs directes.....	107
Graphique n° 12: importance des fonds de pension par rapport à la taille de l’économie dans certains pays de l’OCDE, 2009.....	109
Graphique n° 13 : actifs sous gestion des fonds institutionnels.....	123
Graphique n°14 : allocation des actifs des fonds des pensions dans différentes catégories d’investissement dans certains pays de l’OCDE en 2009.....	124
Graphique n°15 : typologie de l’investissement de CaLPERS en 2010.....	125
Graphique n° 16 : pourcentage des fonds souverains autorisés à intervenir sur les différentes classes d’actifs.....	126

Graphique n° 17 : la répartition supposée de GIC Singapourien.....	127
Graphique n°18 : les secteurs d'investissement de SWF.....	128
Graphique n° 19 : répartition de l'industrie des hedge funds par stratégie d'investissement.....	129

Liste des schémas

Schéma n°1 : niveau de transparence et nature des investissements des fonds souverains.....	23
Schéma n° 2 : les fonds chinois dans le capital des banques occidentales.....	36
Schéma n°3 : les fonds singapourien diversifient leurs investissements sur les marchés anglo-saxons.....	37
Schéma n°4 : Barclays attire les capitaux d'ADIA, CDB et Temasek.....	38
Schéma n° 5 : ADIA et KHC dans le capital de city group.....	38
Schéma n°6 : les fonds qui ont investis dans crédit suisse.....	39
Schéma n° 7 : organigramme des fonds souverains préconisé par l'IFSWF.....	46
Schéma n° 8 : organigramme du fonds souverains chinois	47
Schéma n° 9 : structure de gouvernance du GPF.....	49
Schéma n° 10 : mécanisme budgétaire du GPF.....	50
Schéma n° 11 : la répartition des investissements de GPFG dans le monde.....	71
Schéma n°12 : MUBADALA dans le monde.....	72
Schéma n°13 : Temasek dans le monde.....	73
Schéma n°14 : la répartition géographique de GIC.....	74
Schéma n° 15 : diversification de I.C.D.....	75
Schéma n° 16 : prise de participation par Temasek.....	77
Schéma n° 17 : prise de participation de GIC.....	79
Schéma n° 18 : schéma récapitulatif des trois étapes	83
Schéma n°19 : les deux branches de privete equity.....	93

Introduction générale

Au cours des dernières décennies, les crises financières secouent l'économie mondiale. La déréglementation a permis l'essor de nouveaux investisseurs de taille qui ont engendré une crainte au sein même des grandes puissances économiques. Jim Cramer a résumé ces peurs alors que les fonds souverains investissaient massivement dans les banques américaines : « voulons-nous que ce soient les communistes ou les terroristes, qui tiennent nos banques » (CNBC, 18 janvier 2008)¹. Le sentiment de crainte est en raison de la conjonction de trois tendances : Premièrement, l'ampleur croissante de leurs actifs sous gestion (de 3000 Md\$ aujourd'hui à plus de 10 000 Md\$ en 2013) ; ensuite, la diversification rapide de ces actifs vers des prises de participation, qui peuvent être significatives, dans des sociétés étrangères cotées; enfin, la création de fonds par de nouveaux Etats non membres de l'OCDE et aux ambitions géopolitiques affirmées, notamment la Russie et la Chine².

Les fonds souverains sont devenus des acteurs incontournables de l'économie mondiale. L'année 2008, les fonds souverains ont défrayé la chronique par la prise de participation dans beaucoup de grandes entreprises occidentales. Edwin Truman du Peterson Institute à Washington a prédit « L'année 2008, et sans doute les années à venir, ont été et resteront les années des fonds souverains »³.

Les actifs gérés par ces investisseurs sont certes un volume financier important. Selon les estimations de The City UK, organisme indépendant en charge de la promotion de la place de Londres, les actifs des fonds souverains ont progressé de 11% en 2010 pour atteindre 4200 milliards de dollars (le double des actifs financiers détenus par les hedge funds). D'autres estimeraient leurs encours, à l'horizon 2015, entre 12000 et 15000 milliards de dollars⁴. Cependant, leur poids reste faible relativement à celui des opérateurs traditionnels. Compagnies d'assurances (16.000 milliards de dollars), les fonds de pension (17.000 milliards de dollars) et les OPCVM (26.000 milliards de dollars). Si les fonds souverains attirent l'attention aujourd'hui, c'est notamment en raison de la conjonction de trois phénomènes : (i) l'ampleur croissante des actifs dont ils assurent la gestion, (ii) la diversification rapide de ces

¹ Helmut Reisen : « comment reconvertir ressources et revenu : du bon usage des fonds souverains », cahier de politique économique n° 38, OCDE 2008. Page 6.

² Alain DEMAROLLE : « fonds souverains : quelle stratégie pour la France », *in revue d'économie financière, numéro hors série, 2009. Page 367.*

³ Jean-Michel Fourgous, Olivier Dassault : « Sortie de crise, capitalisme et fonds souverains », Groupe Générale Entreprise, Avril 2009. Page 1.

⁴ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011. Page 152.

actifs permettent d'augmenter leurs investissements en action de sociétés cotées étrangères (chercher même à accroître le niveau de participation dans ces entreprises), (iii) la création de fonds par de nouveaux acteurs étatiques.

Le renversement de rapport de forces n'est pas apprécié par les Etats occidentaux qui ne se lassent d'accuser de non démocratique les gouvernements qui détiennent ces fonds, et leurs convoitises pour les entreprises occidentales stratégiques. Les participations significatives prises dans le capital de grands groupes bancaires (Citigroup -3 milliards de dollars injectés par KIA et 7,5 milliards de dollars injectés par ADIA- ; Merrill Lynch -2 milliards de dollars injectés par KIA- ; Crédit suisse -10 milliards de francs suisses injectés par QIA- ; Barclays Bank-environ 2,35 milliards de dollars injectés par QIA, ont eu des effets stabilisateurs pour des entreprises et des institutions Américaines et Européennes fragilisées par la crise des crédits hypothécaires, dite des « subprimes », même s'elle est minime selon « Lehman brothers» puisque la part des fonds souverains dans l'activité de négociation mondiale est inférieure à 1%⁵. Ces interventions n'étaient pas sans conséquences, au moment où, ces fonds achetaient des participations, les medias, les analystes et organismes, les avaient accusés d'avoir des motivations politiques derrière ces investissements. Pour contraindre les pays d'origine des fonds souverains à changer leur politiques d'investissement, plusieurs mesures protectionnistes sont établis afin de permettre aux pays occidentaux de défendre des secteurs qualifiés stratégiques: un code de conduite à établir au niveau international (principes de Santiago), des golden shares sont détenues par les pays récipiendaires, des actions sans droit de vote pour les fonds souverains ou encore un principe de réciprocité de liberté d'investissement.

L'objet de la recherche

L'objet de ce travail de recherche est d'essayer de présenter les stratégies des fonds souverains pour que nous puissions les comparées à celles des fonds de pension et celles des hedge funds. Ces fonds d'investissement gouvernementaux, dotés de plusieurs milliers de milliards de dollars de liquidités, fascinent et inquiètent les Etats, instances politiques, économiques et financières internationales (FMI, BM, OCDE, Commission européenne, Banque centrale européenne, ...). Ces derniers (demandeurs des financements) les courtisent

⁵ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUI MY, *Op.cit.* Page 152.

parce qu'ils peuvent financer les déficits des Etats, des banques, des entreprises et les grands projets de futurs. Ils les craignent parce qu'ils peuvent déstabiliser le système financier, racheter les industries stratégiques et servir les intérêts des gouvernements qui les contrôlent.

La crise des crédits hypothécaires dite des « subprimes », qui a démarré aux Etats-Unis en 2007, était une épreuve réelle pour que les fonds souverains prouvent leur importance dans le système financier international. Des sommes colossales ont été mobilisées par ces fonds pour renflouer les entreprises et les banques en difficulté financière. En essayant d'endiguer la crise financière, les fonds souverains espéraient améliorer leur image mais au prix de performances décevantes à court terme. Nonobstant, tous ces efforts, les marchés restent très prudents.

Problématique et hypothèses de recherche

Pourquoi toutes ces réactions envers les fonds souverains, et pourtant leur capitalisation est inférieur comparativement à celles des autres investisseurs que le monde de la finance a connu. En plus, aucun fonds au jour d'aujourd'hui n'a manifesté l'intention d'acquérir des entreprises qualifiées stratégiques, ou être majoritaire de celles-ci. Ce qui nous conduit à se demander est ce que les fonds souverains sont des investisseurs comme les autres ?

Afin d'étudier et d'analyser cette question, nous allons essayer de présenter un travail de recherche dont l'objectif est de traiter la problématique suivante :

« Est-ce que les stratégies des fonds souverains sont les mêmes que celles des fonds institutionnels ».

Nous proposons les hypothèses suivantes :

- La première hypothèse serait que les stratégies des fonds souverains ne sont pas différentes de celles des autres fonds institutionnels, et que comme eux, ils cherchent à optimiser le rendement de leurs capitaux.
- Les fonds souverains suivent des stratégies proches ou totalement différentes de celles des autres véhicules d'investissement, c'est parce que la nature de leurs objectifs est différente, sera la deuxième hypothèse proposée pour répondre à notre problématique.

Le choix de sujet

Le choix du sujet intitulé « Essai d'analyse des stratégies d'investissements des fonds souverains et fonds institutionnels » est fait pour deux raisons :

La première raison, c'est que ce sujet s'inscrit dans l'objet de notre formation ;

La deuxième, c'est que le rôle que les fonds souverains ont joué pour maintenir la stabilité des marchés financiers, particulièrement, lors de la crise des crédits hypothécaires dite des « subprimes » qui a ravagé des grandes entreprises et institutions bancaires et non bancaire dans le monde occidental, nonobstant cette précieuse opportunité pour stabiliser les marchés, les pays occidentaux imposent davantage de contraintes sur l'investissement de ces fonds et exigent plus de transparence. Un rôle positif des fonds souverains sur les marchés financiers, mais, contrarié par une attitude protectionniste des pays récipiendaires (les pays de l'OCDE). Toutes ces contradictions attisent notre curiosité pour découvrir les causes de ce paradoxe en étudiant les stratégies de ces investisseurs.

Méthodologie de recherche

La méthodologie appropriée pour ce travail et pour laquelle nous avons opté est la méthode descriptive et analytique, dans la mesure où la méthode descriptive nous permet de décrire le cadre théorique des fonds souverains et les fonds institutionnels que nous avons choisis pour effectuer notre étude comparative. Quant au volet analytique appuiera le cadre théorique et apportera des éléments de réponses.

Au premier lieu il faut mentionner le manque flagrant en matière de documentation (ouvrages) sur les fonds souverains dans notre pays. Pour cette raison, nous avons appuyé notre recherche avec les moyens de bord, ouvrages disponibles, études réalisées par spécialistes dans le domaine de la finance internationale.

Structuration du travail de recherche

Nous allons tenter d'éclairer et d'analyser la problématique posée en structurant notre travail de recherche en quatre chapitres. Le premier chapitre donne une vue d'ensemble des

fonds souverains, de l'ambiguïté de la définition, de la répartition géographique, et l'importance de ces fonds dans le système financier international.

Dans le second chapitre, nous allons étudier en premier lieu, la gouvernance et les stratégies leur permettant une meilleure allocation et fructification d'actifs financiers, et en second lieu, comment gèrent-ils les risques inhérents aux marchés financiers.

Dans le troisième chapitre, nous allons présenter la diversité des stratégies d'investissement des investisseurs institutionnels après avoir présenté les principaux fonds institutionnels. Pour effectuer notre comparaison, nous avons sélectionné deux fonds à savoir, les fonds de pension et les hedge funds.

Le dernier chapitre sera consacré d'abord, à l'étude et à la détermination des objectifs des fonds étudiés, et puis ensuite, à tenter de dégager un ensemble de points pour que nous puissions effectuer une comparaison des stratégies d'investissements des fonds étudiés (les fonds souverains, les hedge funds et les fonds de pension).

CHAPITRE I

LES FONDS SOUVERAINS, ACTEURS MAJEURS DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

Introduction

Le vocable « fonds souverains » est un néologisme relativement récent qui désigne une vieille réalité de plus de cinquante ans. Si les fonds souverains attirent l'attention, c'est notamment à cause de trois phénomènes ; l'importante croissance de leurs actifs, la diversification rapide de leurs actifs, et le pullulement de ces investisseurs.

Le chapitre I aborde la problématique de la définition des fonds souverains en précisant les raisons qui empêchent l'unification de leur définition, leur typologie et leur distribution géographique. Ensuite, préciser le rôle qu'ils jouent sur la scène internationale et enfin, nous allons voir comment ils ont changé leurs comportement suite à la crise des subprimes.

Section 1 : l'ambiguïté de la définition des fonds souverains

Il n'existe pas de définition universellement reconnue des fonds souverains, d'où la nécessité de citer les éléments qui sont à l'origine de la difficulté d'une définition unique.

1- Quelques définitions : un problème de fond

Une chose est certaine, il n'existe pas une seule définition de ces fonds. Les fonds souverains existent au moins depuis les années cinquante. Le terme est récent mais, leur réalité est ancienne. Le terme « fonds souverains » est apparu pour la première fois sous la terminologie anglaise « sovereign wealth fund », en 2005, utilisé par l'économiste russe Andrew Rozanov dans un article intitulé : « Who holds the wealth of nations ?⁶ » (Qui détient la richesse des nations). Mais, la terminologie française « fonds souverains », recouvrent à la fois, les deux termes anglo-saxons de sovereign wealth fund qui signifie fonds d'actif souverains, et de sovereign investment fund qui veut dire fonds d'investissement souverain.

Clay Lowery (sous-secrétaire américain aux affaires internationales, lors de son discours du 21 juin 2007) a défini un fonds souverain comme « un véhicule d'investissement gouvernemental qui est abondé par le biais d'actifs provenant des échanges extérieurs, et qui

⁶ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIJM, *Op. Cit*, 2011, page 16.

gèrent ces actifs de manière distincte des réserves officielles.»⁷ (...) il n'existe « pas de définition universellement acceptée des fonds souverains »⁸.

Selon Kimmit(2008), il faut distinguer entre cinq types de véhicules : les réserves officielles des banques centrales, les fonds de pension, les fonds souverains domestiques, les fonds souverains et les entreprises étatiques.

Tableau N° 1 : les différents instruments d'intervention de l'Etat

Réserves officielles Banques centrales	Fonds de pension	Fonds souverains domestiques	Fonds souverains	Entreprises D'Etat
-Actifs externes destinés à financer les déséquilibres internationaux issus de la balance des paiements. -Très liquides, souvent des obligations souveraines des Etats de l'OCDE.	-Véhicules d'investissement ayant destinés à couvrir les obligations de l'Etat au titre des retraites. -Abondés et exprimés en monnaie locale.	-Véhicules d'investissement ayant pour vocation le développement domestique. -Abondés et exprimés en devise locale.	-Véhicules d'investissement abondés par les excédents des échanges extérieurs. -Gérés de manière séparée des réserves officielles. -Plus grande tolérance au risque.	Sociétés ou l'Etat possède un niveau de contrôle significatif. -Peut investir dans des actifs étrangers.
Exemples Réserves Fédérales(Etats-Unis) ; Bank of England(Royaume-Uni)	Exemples Government Pension Fund (Norvège), GIC (Singapour)	Exemples Khazanah nasional (Malaisie).	Exemple ADIA, Mubadala(Abu Dhabi) ; Temasek, GIC (Singapour);Isthmar, DIFC(Dubai) ; SAMA(Arabie saoudite).	Exemple CNOOC (Chine) ; Gazprom (Russie) ; SABIC (Arabie Saoudite).

Source : Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011, page 20.

Andrew Rozanov de State Street Global Advisors⁹, donne la définition suivante: « Les fonds souverains sont des produits dérivés des excédents budgétaires nationaux accumulés

⁷ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIM, *Op. Cit*, 2011, page 17.

⁸ Idem.

durant des années dues à des situations macroéconomiques, fiscales, et commerciales favorables, combinées avec une planification budgétaire à long terme et des dépenses restreintes. Ces fonds sont mis en place pour les objectifs suivants : (i) protéger le budget et l'économie des excès de volatilité dans les revenus, (ii) aider les autorités monétaires à stériliser des liquidités indésirables, (iii) mettre en place une épargne pour les générations futures, (iv) utiliser les fonds pour le développement économique et sociale. »

Le Fonds monétaire international(FMI)¹⁰, quant à lui, les fonds souverains sont des fonds d'investissement public qui répondent aux trois critères suivant :(i) ils sont possédés ou contrôlés par un gouvernement national ; (ii) ils gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme ;(iii) leur politique d'investissement vise à atteindre des objectifs macroéconomiques précis, comme l'épargne intergénérationnelle, la diversification du PIB ou du lissage de l'activité. Leurs ressources résultent de l'accumulation d'excédent de la balance courante.

Selon McKinsey Global Institute¹¹, Les fonds souverains ont des portefeuilles diversifiés composés des actions, des titres à revenus fixes, immobilier, dépôts en banques, et des investissements alternatifs tel que les hedge funds et les fonds de private equity.

Edwin Truman de Institute of international economic, les définit comme « les fonds souverains détiennent et gèrent des actifs internationaux ou domestiques afin d'atteindre des objectifs économiques et financiers variés »¹² (novembre 2007). La plus large définition des fonds souverains est qu'ils sont un ensemble d'actifs détenus ou contrôlés par un gouvernement. Les définitions les plus restreintes peuvent exclure les entreprises publiques financières ou non financières ou les fonds de pensions publiques. J'utilise « fonds souverains » comme un terme descriptif d'un ensemble d'actifs détenus ou contrôlés par le gouvernement qui inclut des actifs internationaux. J'inclus tous les fonds de retraites publiques, ainsi que les non retraites. Ces fonds gèrent des actifs négociables et ont des objectifs similaires¹³.

⁹Mlle BOUCHAKOUR : « Création et gestion des fonds d'investissement, cas : les fonds souverains » Université Mouloud MAMMERI, 2009, page 23.

¹⁰ Alain DEMAROLLE : « Rapport sur les fonds souverains », 22 mai 2008 ; ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, lettre de mission, 27 février 2008, page 4.

¹¹ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.*

¹² Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY, *Op. Cit.*, 2011, page 22.

¹³ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.*

Selon l'organisation de coopération et de développement économique (OCDE)¹⁴, Les fonds souverains sont un ensemble d'actifs détenus et gérés directement ou indirectement par les gouvernements, pour atteindre des objectifs nationaux. Ils peuvent être financé par : (i) des réserves de change ; (ii) la vente des ressources rares ; (iii) des revenus fiscaux ou autres. Il y a un nombre d'objectifs potentiels des fonds souverains, qui ne sont faciles à attribuer à un fonds particulier, et certains peuvent avoir plus d'un seul objectif. Certains de ces objectifs sont : (i) diversifier les actifs ; (ii) avoir de meilleurs rendements sur les actifs ; (iii) assurer les retraites pour le futur ; (iv) assurer l'avenir aux générations futures lorsque les ressources naturelles s'épuiseront ; (v) la stabilisation des prix ; (vi) promouvoir l'industrialisation ; et promouvoir des objectifs stratégiques et politiques.

Selon Deutsche Bank (septembre 2007)¹⁵, les fonds souverains sont des fons d'investissement détenus par l'Etat, ils sont communément financés par les transferts des avoirs en devises qui sont mis en place pour servir des objectifs de fonds de stabilisation, de fonds de réserves ou de fonds pour les générations futures, de fonds de développement, de fonds de réserves pour les retraites, en investissant des fonds à long terme et souvent à l'étranger.

Et pour the sovereign wealth funds¹⁶, un fonds souverains est un fonds d'investissement appartenant à l'Etat, il investit dans des actifs financiers tels que les actions, obligations, immobilier et autres instruments financiers. Ce fonds est financé par des avoirs en devises étrangères (généralement le dollars US), qui peuvent inclure : les excédents de la balance de paiements, les opérations officielles sur le taux de change, produits de privatisation, des revenus d'exportation de matières premières. La définition des fonds souverains exclu les réserves détenues par les autorités monétaires pour des objectifs de balance de paiement et de politique monétaire, les entreprises publiques, les fonds de pensions publiques.

¹⁴ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.*

¹⁵ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY *Op.cit.* 2011, page 22.

¹⁶ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.*

2- Les raisons de difficulté d'une définition unique

D'après l'économiste français Jean-Michel ROCCHI, la difficulté de donner une définition unique des fonds souverains revient aux facteurs suivants :

2-1 Le manque de rigueur dans la détermination de l'échantillon¹⁷

Qu'elles sont les sources de financement des fonds souverains ? Le Government Pension Investment Fund-GPIF gère l'encours le plus important avec 117 trillion de yens en 2010(soit environ 1,3 trillion de dollars) n'est pas considéré comme fonds souverains, au moment où, le fonds norvégien, au motif que ses ressources proviennent du la rente pétrolière, est entièrement considéré comme un fonds souverains. Les fonds asiatiques (Chine et Singapour) sont des fonds alimentés par des excédents commerciaux. Alors, pourquoi le fonds nippon n'est pas classé comme un fonds souverains.

2-2 Les fonds souverains sont-ils toujours souverains ?¹⁸

Le caractère étatique est le premier fondement de ces investisseurs. Or, le California Public Employees' Retirement System-CalPERS- qui gérait en juin 2009, 180 milliards de dollars n'est pas pris en compte comme fonds souverains. Alors que d'autres fonds qui appartiennent au même pays (USA) le sont, (Alaska's Permanent Fund, Permanent Wyoming Mineral Trust Fund, New Mexico State Investment office Trust).

2-3 L'opacité

Le caractère opaque de la majorité des fonds souverains confirme pour certains que leurs objectifs ne sont pas uniquement financier. Deux études sont réalisées permettant un classement selon leur transparence. La première étude a été réalisée par Edwin Truman¹⁹, membre du Peterson Institute of International Economics. L'étude évalue à la fois la transparence, la structure, la gouvernance et la comptabilité des fonds interrogés. Truman Index a noté trente-huit fonds souverains de 0 à 100 en leur posant trente-trois questions concernant :

¹⁷ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIIMY, *Op.cit.* 2011. Page 21.

¹⁸ Idem, page 21.

¹⁹ Caroline Bertin Delacour : « les fonds souverains ; ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Ed Les Echos et Eyrolles, Paris, 2009 page 100.

- i-* Son cadre institutionnel : le fonds est-il séparé ou non des réserves de change du pays ?
- ii-* L'origine de ses ressources et le montant des actifs qu'il gère ;
- iii-* Son objectif et sa stratégie globale ;
- iv-* Sa gouvernance : quel est le rôle du gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de cette stratégie ?
- v-* Ses investisseurs : classes d'actifs, plafonds d'investissement, niveaux de participations (minoritaires ou majoritaires), répartition par pays ou par secteurs, implication dans la gestion, investissements individuels ;
- vi-* La performance attendue et la rentabilité du fonds ;
- vii-* Sa politique concernant l'utilisation de l'effet de levier et des produits dérivés ;

- viii-* 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 SWInstitute²⁰. A la différence de Truman Index, ils ont développés le Linaburg-Maduelle Transparency Index, un indice de notation de la transparence -uniquement- des fonds souverains. Cette étude est basée sur dix questions. Chaque réponse positive rapportait un point. Les questions traitent les points suivants :

- i-* Les raisons pour lesquelles il a été créé, l'origine de son patrimoine et sa structure de détention par le gouvernement ;
- ii-* Ses objectifs et sa stratégie ;
- iii-* Sa politique d'investissement et ses standards éthiques ;
- iv-* La quote-part de capital détenue dans ses participations et leur situation géographique ;
- v-* La valeur réelle totale de son portefeuille, le rendement de ses actifs et la rémunération de ses dirigeants ;
- vi-* Des rapports annuels à jour et audités de manière indépendante ;

²⁰ Caroline Bertin Delacour, *Op.Cit.* page 101.

- vii- Ses filiales ;
- viii- Ses gérants externes ;
- ix- Un site Web géré en propre ;
- x- Ses coordonnées avec contact (question permettant aux fonds d'avoir au moins un point).

Tableau n^o2 : liste des fonds des plus au moins transparents.

Pays	Edwin Truman	Linaburg/Maduell	Moyenne
Nouvelle-Zélande	95	100	98
Etats-Unis-Alaska	94	100	97
Norvège-GPFG-	91	100	96
Irlande	86	100	93
Etats-Unis - Nouveau Mexique	86	90	88
Etats-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
Botswana	55	10	33
Dubaïinvestment corporation		40	40

Malaisie -Khazanah	38	40	39
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	10
Nigéria	26	10	18
Iran	23	10	17
Venezuela	22	10	16
Oman	20	10	15
Dubaï - Istithmar	14		14
Taiwan		10	10

Source : Caroline Bertin Delacour : « les fonds souverains », Ed LesEchos, EYRLLES, Paris, 2009 page 102-103.

3- Les typologies des fonds souverains

La diversification, les objectifs, les sources du financement ainsi que le manque de la transparence sont des facteurs qui rendent la définition des fonds souverains complexe et non commune.

3-1 Une typologie fonctionnelle (Deutsche Bank)

Les fonds souverains peuvent être classés selon l'objectif poursuivi : diversification des réserves, diversification de l'économie, l'efficacité économique et solidarité entre générations.

Tableau n° 3: une classification des objectifs poursuivis par les fonds souverains.

Motivation / Source	Diversification des réserves de change	Diversification de l'économie	Efficacité économique	Solidarité entre générations
Matières premières	Russie	Emirats Arabes Unis(EAU)		Koweït Norvège Arabie Saoudite
Surplus structurel d'épargne	Chine	Singapour	Chine Singapour	

Source : ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011 page 24.

3-2 Une typologie selon l'origine de la rente (J.P.Betbèze)

Selon cet économiste, les fonds souverains utilisent des ressources qui proviendraient de l'exploitation de deux rentes : « minière avec le pétrole et le gaz, salariales avec l'écart entre le coût de la main-d'œuvre des pays émergents et celui des pays développés auxquels ils vendent »²¹. Les pays qui représentent la première catégorie des fonds sont situés au Moyen-Orient (Arabie saoudite, Émirats arabes Unis, Qatar, Oman, Koweït, Iran), en Afrique (Algérie, Libye, Angola, Nigeria), en Europe (Norvège, Russie) et en Amérique (États-Unis, Canada, Mexique, Venezuela). Les actifs gérés par cette catégorie représentent près des deux tiers des actifs gérés par ces fonds. La deuxième source de financement est basée sur les excédents commerciaux non liés aux matières premières ou les excédents budgétaires (Chine et Singapour).

3-3 Une typologie historique (Alain Demarolle)

Dans ce cas de classification, l'auteur prend en considération leur période d'apparition, ce qui lui a permis de faire apparaître les différentes étapes de l'évolution des fonds souverains (générations) :

La première génération résulte de la création du premier fonds souverain en 1953, le Koweït Investment office (KIO) basé à Londres. Après l'indépendance de Koweït en 1960, il

²¹ Jean-Paul Betbèze, « Fonds souverains : solution à la crise ? », *In Revue d'Economie Financière*: les fonds souverains, numéro hors-série 2009. Page 166.

deviendra le Koweït Investment Authority (KIA). D'autres fonds vont suivre comme, Oman (State General Stabilisation Fund) en 1980, du Canada avec (Alberta Heritage Fund) en 1976, suivi de celui de Qatar Investment Authority (QIA) en 2003, et le Norvège avec (Government Petroleum Investment Authority) en 1986. Les fonds asiatique (Singapour), Temasek Holding(1976) et Government Investment Corporation (GIC) en1981 sont le résultat d'un excédent commercial structurel. Alain DEMAROLE a dit de cette première génération: « *Les fonds souverains sont apparus dans les pays du Golf (Emirats Arabes Unis, Koweït, Qatar), en Norvège et au Canada en raison de la nécessité de mettre en place des structures d'investissement des recettes de l'exportation des premières premières et notamment du pétrole et du gaz. Les fonds Singapouriens, apparus en 1974 pour Temasek et en 1981 pour GIC, répondant à une même logique de long terme, à partir de ressources résultant non pas du commerce des matières premières, mais d'un excédent commercial et surtout du déséquilibre important entre l'épargne et l'investissement (36 Mds soit 27 % du PIB en 2006) et d'un taux d'investissement public relativement faible* ». ²²

La deuxième génération est le résultat d'apparition d'autres fonds gérés par des acteurs géopolitiques important an niveau de l'économie mondiale comme la Russie avec (Stabilization Fund of the Russian Federation ou le China Investment Company. Ce qui y est inquiétant dans cette génération se sont les ambitions géopolitiques de ces pays caractérisés par leur taille en terme humains et économiques. Donc « *La seconde génération des fonds souverains est d'apparition beaucoup plus récent et est marquée par la création de fonds d'investissement par des acteurs géopolitiques majeurs tels que la Chine et la Russie* ». ²³

La dernière génération est relative à des pays émergents disposant d'excédents structurels qui résultent d'exportations des matières premières comme le Venezuela, la Lybie ou l'Algérie « *la troisième génération est largement en devenir. C'est ou plutôt ce sera demain celle des fonds créés par les pays émergents disposant d'excédents structurels de matières premières* ». ²⁴

²²Alain. Demarolle, *Op. Cit.* page 5.

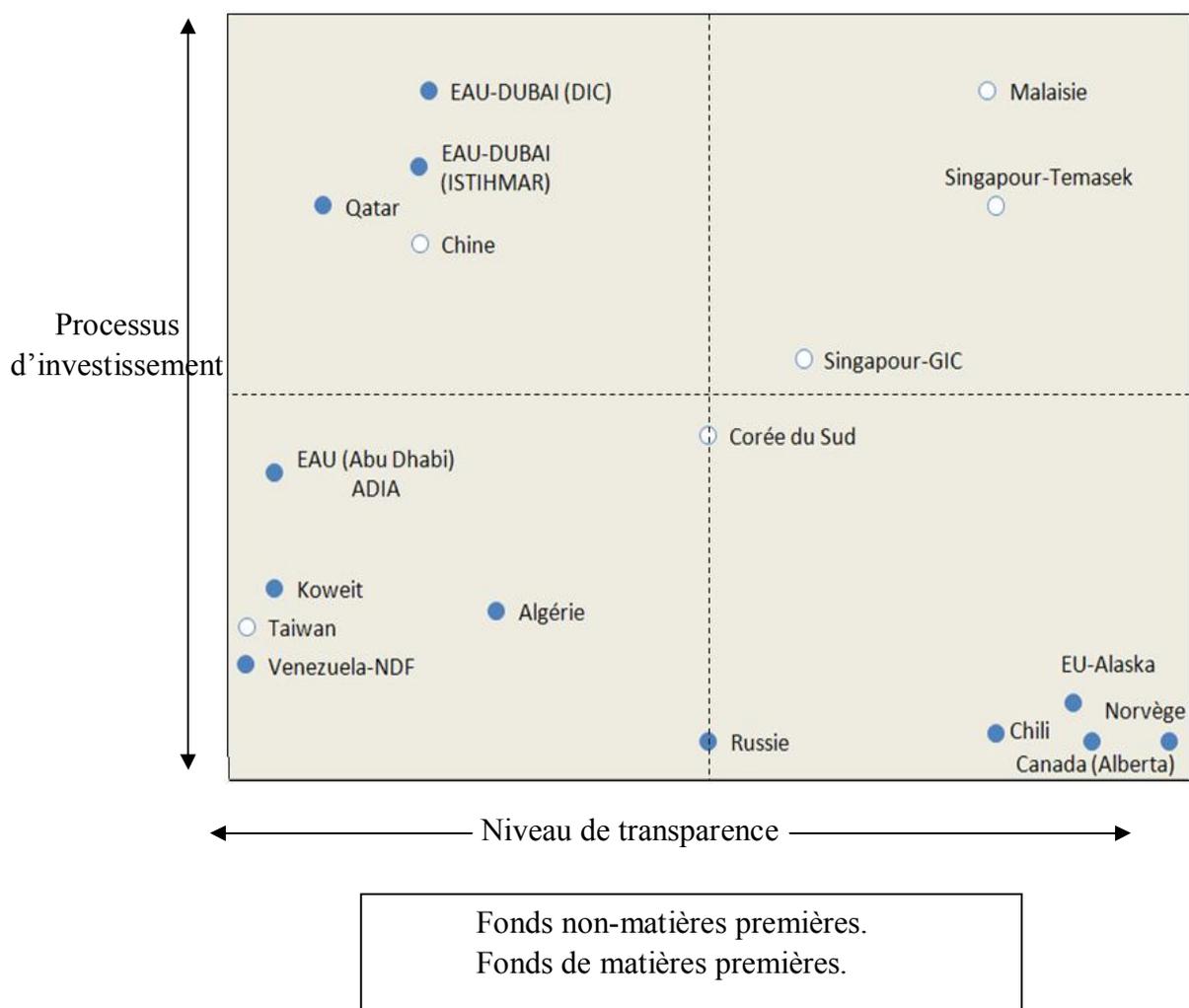
²³ Idem. Page 5.

²⁴ Alain. Demarolle, *Op. Cit.* page 6.

3-4 Une typologie fondée sur la transparence de la stratégie d'investissement

Une autre typologie est possible selon Jean-Michel ROCCHI, en faisant croiser deux paramètres ; la nature d'investissement et niveau de transparence. Le degré de transparence est très variable d'un pays à l'autre. Le Schéma suivant illustre les divergences en matière de transparence et la nature de l'investissement.

Schéma N°1 : Niveau de transparence et nature des investissements des fonds souverains



Source : ROCCHI Jean-Michel, RUIIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011

Le schéma montre que les fonds : norvégien, chilien, l'Alberta canadien et EU-Alaska ont un niveau très élevé en matière de transparence, mais l'objectif recherché de ces

investissements est la maximisation de leur profit (investissement conventionnel). Par contre, les fonds : DIC EAU-Dubaï, Istihmar EAU-Dubaï, Qatarien et Chinois optent pour les investissements fondés sur des choix de spécialisation sectorielle (secteur stratégique) dictés par les orientations globales du pays gestionnaire du fonds afin de développer leurs pays.

4- Genèse et développement des fonds souverains

Ces investisseurs étatiques ne sont pas de création récente. C'est dans les années 1950, que le premier fonds a été créé par le Koweït en 1953, mais, ils ont défrayé la chronique à l'occasion de la crise financière et les réactions qu'ils ont provoquées au sein des grandes puissances économiques en matière de leurs investissements.

Tableau n°4 : Le développement des fonds souverains de 1953 à nos jours

Année	Le nom de fonds
1950	Koweït -KIA (1953), Kiribati -KREF (1956), New Mexico State Investment office trust (Etats-Unis) 1958.
1960	Monaco -FRC (1962), Nauru NPRT (1968)
1970	Singapour Temasek (1974), Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (1974) EU, Canada Alberta Heritage Savings Trust Fund (1976) EU- Alaska Permanent Reserve Fund, EAU (1976).
1980	Oman (1980), Singapour GIC (1981), Brunei (1983), Alabama Trust Fund (1986) EU.
1990	Malaisie (1993), Libye (1995), Norvège (1996), Venezuela FIEM (1998), Gabon (19998), Azerbaïdjan (1999).
2000	Bahreïn (2000), Iran (2000), Irlande (2000), Mexique (2000), Qatar (2000), Trinité et Tobago (2000), Kazakhstan (2001), National Pensions Reserve Fund-Irlande (2001), Nouvelle-Zélande (2001), Guinée Equatoriale (2002), Russie (2004), Australie (2004)- AFF, Sao Tomé et Príncipe (2004), Timor (2005), Vietnam (2005), Corée du Sud (2005), Venezuela-FONDEN (2005), KoreanInvestmentCorp – Corée du Sud (2006), Angola (2006), Dubaï – ICD (2006), Libye – LIA (2006), Chili-Pension Reserve Fund (2006), Mauritanie (2006), Indonésie (2006), Angola-Reserve Fund for Oil (2007), Chili-Economic and social stabilizationFund (2007), Chine-China Investment Corporation (2007), France - FSI (2008), Russie – NWF (2008), Brésil – FSB (2009).

Source : adapté de ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011.

Section 2 : la répartition géographique des fonds souverains

Le nombre des fonds souverains varie selon les organismes et les économistes. Ces fonds qui gèrent des sommes colossales, sont distribués sur six régions (continent) au niveau mondial. Dans cette section nous allons voir que les fonds souverains sont répartis sur toute la planète, mais cette répartition est-elle équilibrée et pourra-t-elle basculer la finance mondiale, et enfin la taille et le poids de ce nouveau investisseur.

1- Répartition planétaires des fonds souverains

Les fonds souverains sont répartis sur six régions : la région Amérique (nord et sud), la région Australie, la région Afrique, la région Asie, la région Europe et le Moyen-Orient.

1-1 Les fonds africains

Cette région contient sept fonds souverains : deux fonds appartiennent au Maghreb (L'Afrique de nord) : l'Algérie et la Lybie, les cinq autres appartiennent à l'Afrique noire : Angola, Botswana, Mauritanie, Nigeria et Ouganda. Les actifs de tous ces fonds sont estimés à 115,8 milliards de dollars, représentant 2.7% de l'ensemble des actifs gérés par les fonds souverains.

Tableau n°5 : classement des F.S d'Afrique selon leur importance (unité : le milliard de dollars)

pays	Lybie	Algérie	Nigeria	Botswana	Ouganda	Mauritanie	Angola
Montants des Actifs en Dollars	50	47	11	6,9	0,4	0,3	0,2

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 65.

1-2 Les fonds des deux Amériques

Cinq fonds sur ce continent sont répartis comme suit : deux au nord ; Canada et les Etats-Unis d'Amérique, et trois au sud ; Chili, Trinidad-Tobago et Venezuela. L'ensemble des actifs de ces fonds sont estimés à 102,8 milliards de dollars, soit 2,5 % de total.

Tableau n°6: les fonds souverains de l'Amérique (unité : le milliard de dollars)

Pays	Etats-Unis	Chili	Canada	Venezuela	Trinidad-Tobago
Montant des Actifs en Dollars	62,8	22,1	16,6	0,8	0,5

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 65.

1-3 Les fonds asiatiques

En Asie, neuf pays disposent des fonds souverains. Les plus importants sont ceux de la Chine et de Singapour. Le total de leurs actifs est estimé à 1341,4 milliards de dollars, soit 33,5 % de l'ensemble des actifs gérés par les fonds souverains. Le statut particulier de Hong Kong empêche la Chine de se rapprocher des EAU.

Tableau n° 7: les fonds souverains de l'Asie (unité : le milliard de dollars)

Pays	Chine	Singapour	Hongkong	Kazakhstan	Corée du sud	Malaisie
Montant des Actifs en Dollars	590,6	464	173	38	30	25,7

Pays	Taiwan	Timor oriental	Vietnam
Montant des Actifs en dollars	15	3	2,1

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 66.

1-4 Les fonds de l'Australie

Cinq pays disposent des fonds souverains dans cette région, dont l'un est parmi les plus anciens et parmi les plus petits, à savoir celui de Kiribati. Ils gèrent des actifs supérieurs à 100 Milliards de dollars, soit 2,5 % de total des actifs gérés par les fonds souverains dans le monde. Les plus importants ceux de l'Australie et de Brunei.

Tableau n° 8: les fonds souverains de la région Australe (unité : DUS)

Pays	Australie	Brunei	Nouvelle-Zélande	Kiribati	Nouvelle Guinée
Montant des Actifs en Dollars	58,5	30	13,8	0,4	0,2

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 66.

1-5 Les fonds européens

Elle est représentée par trois pays, mais leurs fonds mobilisent des actifs estimés à 589,8 Milliards de dollars, soit 14,7% de l'ensemble. Le fonds le plus important est celui de Norvège.

Tableau n° 9: les fonds européens (unité DUS)

Pays	Norvège	Russie	Irlande
Montant des Actifs en Dollars	365,5	162,5	30,8

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 67.

1-6 Les fonds du Moyen-Orient

Cette zone regroupe les fonds les plus riches au monde. Huit pays sont concernés : Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, Emirats Arabes Unis, Iran, Koweït, Oman et Qatar.

Cette région est très riche en matières premières (pétrole et gaz), l'augmentation des cours de ces matières a permis une collecte considérable en devise, par conséquent, cet espace

mobilisent la somme la plus importante, environ 1742,2 milliards de dollars, soit près de 44% de total des actifs gérés par les fonds souverains. Deux critères spécifiques à cette zone ; un fonds souverains le plus important de la planète avec celui d'Abu Dhabi (Emirats Arabes Unis), et les réserves pétrolières les plus importantes avec l'Arabie saoudite.

Tableau n° 10: les fonds de Moyen-Orient (Unité : DUS)

Pays	EAU	Arabie Saoudite	Qatar	Bahreïn	Iran
Montant des Actifs en Dollars	1008,2	370,5	264,4	60	14

Pays	Azerbaïdjan	Oman
Montant des Actifs en Dollars	10,2	2

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 67.

D'après cette présentation, sachant que la liste n'est pas exhaustive, mais elle représente le minimum de ce qu'il existe aujourd'hui, nous constatons que les fonds souverains sont répartis sur six régions, allant des petits pays, comme celui de Kiribati de la région Australe, à l'Etat le plus peuplés du monde ; la Chine, jusqu'aux Etats les plus puissants, comme le Canada et les Etats-Unis.

Les fonds souverains sont alors mondialisés, mais, le poids de chacune de ces régions est différent de l'autre. L'Afrique, l'Amérique et l'Australie avec un pourcentage de moins de 3% chacune, et avec plus de 77%, le Moyen-Orient et l'Asie occupent la première place, enfin, l'Europe vient après avec moins de 15%.

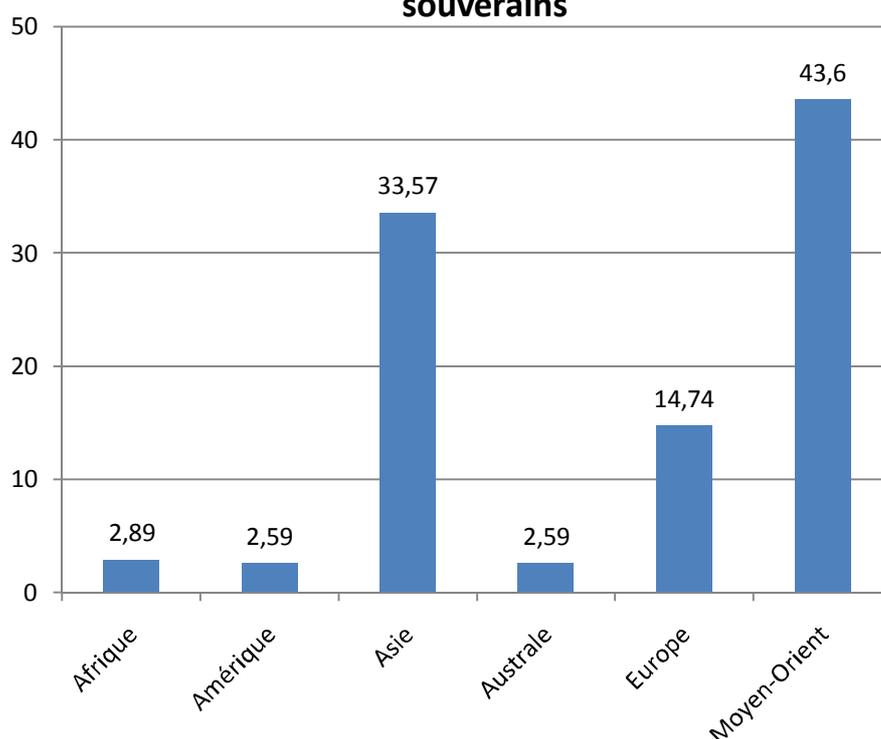
Tableau n°11 : Répartition planétaire des fonds souverains

Région de monde	Montant estimé	Part mondiale
Afrique	115,8 Milliards USD	2,89 %
Amérique	102,8 Milliards USD	2,59 %
Asie	1341,4 Milliards USD	33 ,57 %

Australe	102,9 Milliards USD	2,59 %
Europe	589,8 Milliards USD	14,74 %
Moyen-Orient	1742,2 Milliards USD	43,60 %

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 68.

Graphique n° 1: répartition planétaire des fonds souverains



Source : élaboré d'après les données de tableau numéro 11.

2- la taille et le poids des fonds souverains

L'opacité de la plupart des fonds souverains signifie qu'il est difficile d'avoir des chiffres corrects ainsi que des estimations exacts de leurs tailles. Cependant, il existe des estimations faites selon des calculs fondés sur plusieurs hypothèses²⁵.

²⁵ Stephen L.JEN : « Quelle taille pour les fonds souverains en 2015 », in revue d'économie financière, Numéro hors-série 2009.page 208.

Le montant des fonds souverains a atteint 3000 Md\$ en 2008. Il pourrait atteindre 10000 milliards de dollars en 2015, comme il pourrait dépasser celui des réserves officielles. Ces estimations sont établies sur les hypothèses suivantes :

i- Première hypothèse : la réduction du déficit des paiements courants des Etats-Unis aura des conséquences logiques pour la courbe de la balance des paiements des pays initiateurs des fonds souverains.

ii- Deuxième hypothèse : les revenus pétroliers vont augmenter d'environ 10% par an dans les années à venir (par rapport aux estimations de 2008-3000 milliards USD-), et une partie des excédents des pays non exportateurs de pétrole alimentera soit les réserves officielles de changes ou les fonds souverains.

Toutefois, ils existent des facteurs qui peuvent ralentir le rythme de croissance des actifs gérés par les fonds souverains. Nous soulignons les principaux facteurs :

i- Des prix du pétrole plus bas : la baisse de la demande mondiale de pétrole influence négativement les prix, et donc les ressources des fonds souverains des pays pétroliers diminuent. Les pays du conseil de coopération du golfe exportent quotidiennement 18 millions de barils. Avec un prix de 140 USD le baril, ces pays encaissent 2,52 Milliards USD par jour, mais, si le prix chute à 50 USD. Le revenu diminue à 900 millions de dollars (0,9 MUSD par jour).

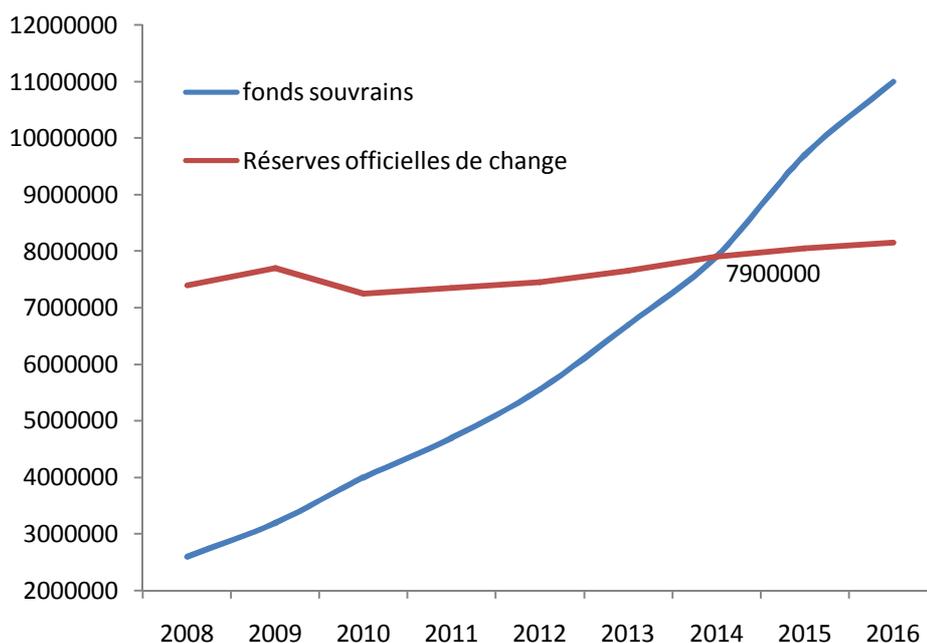
ii- Une baisse des exportations des pays émergents : en 2007, les économies asiatiques ont augmentés leurs réserves officielles de 3100 milliards de dollars à 3800 milliards de dollars, soit un taux de croissance moyen de 64 milliards par mois. La chute des excédents courants et des afflux de capitaux ralentira la croissance des réserves, par conséquent, le montant des devises allouées aux fonds souverains diminuera.

iii- Le besoin de reconstituer les réserves officielles : la croissance des réserves officielles de change des pays asiatiques a ralenti (sauf la Chine et le Japon). Les interventions visant à contrer les sorties de capitaux ont eu des conséquences logiques sur les réserves officielles de change.

iv- Une contribution au financement des politiques fiscales nationales : les besoins des pays d'origine des fonds souverains pour faire face aux dépenses budgétaires sont imprévisibles, donc les gouvernements pourraient utiliser davantage certaines ressources qui

doivent financer les fonds souverains. Suite à la crise financière, il est probable que les fonds souverains utilisent leurs encours pour résoudre les problèmes qui se posent chez eux, avant de chercher des opportunités à l'étranger.

Graphique n°2 : Projection de croissance rapide des fonds souverains (M \$)



Source : STEPHEN L.JEN : « Quelle taille pour les fonds souverains en 2015 », In revue d'économie financière, numéro hors série 2009, page 209.

Section 3 : les fonds souverains, investisseurs inéluctables de la finance mondiale

Les fonds souverains sont devenus parmi les acteurs les plus influents de la finance internationale. La crise financière de 2007 a révélée au monde l'importance de ces fonds pour la stabilité des marchés financiers, notamment avec le sauvetage des institutions fragilisées par la crise des subprime, et leur place géopolitique entre les pays les plus avancés et les pays émergents ou en transition.

L'introduction des fonds souverains dans l'économie mondiale, l'importance de leurs liquidités pour la stabilité financière et plus précisément, le rôle qu'ils ont joué lors de la crise des subprimes, des questions auxquelles nous essaierons d'apporter des réponses dans cette section.

1- L'introduction des fonds souverains dans l'économie mondiale

Les exportateurs de pétrole et les pays de l'Asie ont amassés d'énormes réserves liquides en dollars pour éviter l'appréciation de leur monnaie par rapport au billet vert. La dépréciation de la monnaie américaine attise l'inflation dans ces pays et déprécie les créances qu'ils possèdent aux Etats-Unis, les raisons pour lesquelles, ils n'ont plus intérêt à suivre cette stratégie. Ils veulent donc « transformer leur pouvoir monétaire en pouvoir technologiques »²⁶. Une stratégie qui se réalise, soit par l'acquisition des parts dans des entreprises occidentales, soit par des investissements directs d'entreprises nationales.

D'une diversification vers des participations plus stratégiques : Trois tendances marquent cette évolution ;

En premier lieu, les fonds souverains se basaient sur une diversification des actifs ou l'objectif est d'accroître le rendement de ces actions, par exemple, le fonds norvégien a augmenté de 40 à 60% la part des actions dans son portefeuille de référence.

En second lieu, la prise de participation en tant qu'actionnaire significatif, soit entre 2 et 10% au capital de sociétés occidentales majeures. Des sociétés importantes comme, Vivendi, EADS, Daimler-Chrysler, Total accueillent des fonds souverains dans leur capital avec dans certains cas, une représentation au conseil d'administration (le cas de Vivendi).

Enfin, l'apparition de fonds d'investissement développant des stratégies de partenariat, en prenant des participations significatives, ces investisseurs bénéficieront des retombées industrielles et/ou technologiques pour leurs pays d'origine.

Le tableau ci-dessus, illustre quelques participations des fonds souverains, ou certains allant jusqu'à 20% à 25% du capital de la société cible.

²⁶Skander OUANAIES : « les fonds souverains et la mutation des relations financières internationales », unité de recherche « ECOFI », Av. H. Bourguiba, 2016, Tunisie, page 2.

Tableau n°12 : exemples de participations significatives

Fonds souverains	Participation > 5% dans une entreprise dont la capitalisation est > 2 MUSD	Participation > 2% dans une entreprise dont la capitalisation est > 10 MUSD
ADIA	- 9 % d'Appolo Management (PrivateEquity, Etats-Unis).	-4,9 % dans Citigroup (banque, Etats-Unis). -2 % de Mediaset Spa (médias, Italie) -8% d'EFG-HermesHolding(banque d'investissement, Egypte)
Mubadala	- 7,5% de Carlyle (PrivateEquity, Etats-Unis). -8% d'AMD (semi-conducteurs, Etats-Unis).	
GIC		-9% d'UBS (banque, Suisse) -4% de Citigroup (banque, Etats-Unis)
Temasek		-2% dans Barclays (banque, Royaume-Uni) -18% de Standard Chartered (banque, Royaume-Uni) -9,9% de Merrill Lynch (banque d'investissement, USA)
CIC		-9,9% de Blackstone(Private Equity, USA) -9,9% de Morgan Stanley (banque d'investissement, USA)
KIA		-4% de Merrill Lynch (banque d'investissement, USA) -6% de Citigroup (banque, USA)

		-7% de Daimler (automobile, Allemagne) -2% de BP(énergie, Royaume-Uni)
QIA	-20% du LSE (bourse, Royaume-Uni) -5% du groupe Lagardère (médias France)	
DIC		-2% de Daimler (automobile, Allemagne) -3% d'EADS (aérospatial et défense, Pays-Bas)

Source : Alain DEMALLORE : « Les fonds souverains », 22 mai 2008 ; ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi, lettre de mission, 27 février 2008. Page 10.

2- les fonds souverains et la crise financière de 2007-2008

Les fonds souverains ont joué un rôle stratégique afin d'amortir les effets de la crise financière. En 2007, les fonds souverains ont injectés 67 milliards de dollars dans des sociétés occidentales en difficultés. Quelles sont les raisons derrière ces interventions au moment où les entreprises et les institutions financières et bancaires souffraient de manque de liquidités, voire même en faillite ? Quels sont les principaux acteurs de ce sauvetage, et enfin, est-ce que les fonds souverains sont-ils stabilisateurs ou au contraire dévastateurs des marchés financiers ?

2-1 Les raisons d'un sauvetage

Selon l'économiste HENRI-LOUIS VEDIE, deux raisons sont à l'origine des interventions faites par les fonds souverains²⁷.

²⁷HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010.

Des capitaux disponibles considérables

Voici quelques chiffres ; les fonds Emirats gèrent 1000 milliards de dollars, les fonds de l'Arabie saoudite gèrent 370,5 milliards de dollars, 464 milliards de dollars pour les fonds de Singapour, 264 milliards de dollars pour les fonds de Koweït, 173 milliards de dollars pour le fonds de Hong Kong, et sans oublier les fonds chinois qui avoisinent les 600 milliards de dollars. La crise est une période pleine d'opportunités pour avoir des participations dans les grandes entreprises et institutions occidentales.

Eviter le naufrage du système financier

La crise financière a fortement déstabilisé la finance internationale. Elle débute avec la faillite, le 02 avril 2007, de New Century, numéro 2 du *subprime* américain, suivi le 06 août, de la faillite du prêteur hypothécaire American Home Mortgage. Le 11 janvier 2008, Bank of America reprend Country wide Financial, numéro 1 du crédit immobilier aux Etats-Unis ; le 17 février, la banque britannique Northern Rock est nationalisée ; le 14 juillet, Santander rachète Alliance and Leicester ; le 21 août, la banque allemande IKB est vendue à Lone Star ; le 15 septembre, c'est la faillite de Lehman Brothers et le rachat de Mirrill Lynch par Bank of America ; le 28 septembre, c'est la nationalisation du groupe belgo-néerlandais Fortis, etc. la crise se propage, concrétisée par des rachats, les faillites et les nationalisations. La dépréciation a fragilisé le système bancaire. Parmi les plus fortes, citons celle de Citigroup le 28 septembre 2008 à hauteur de 60,8 %, celle de Wachovia à hauteur de 52,7%, celle de UBS à hauteur de 44,2%. Dans cette situation les fonds souverains sont les investisseurs de prédilection pour stabiliser le marché financier.

2-2 Les acteurs de sauvetage

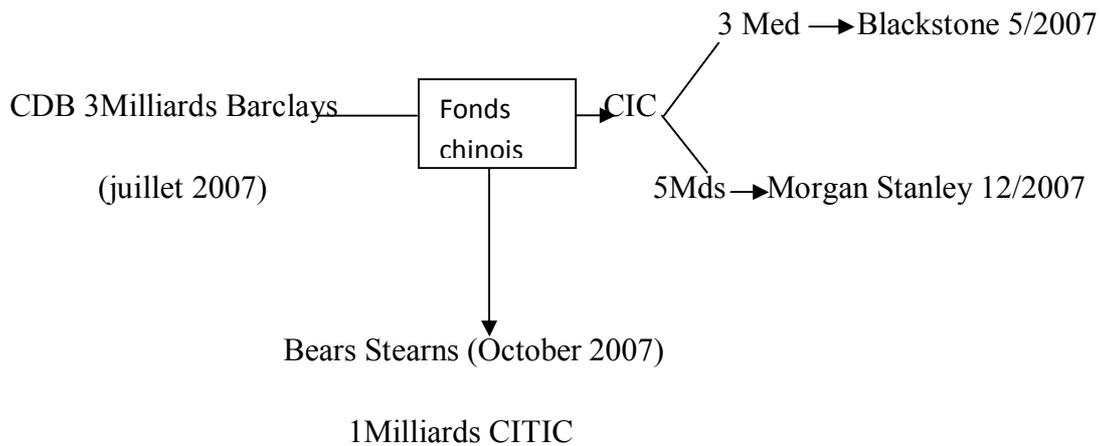
L'année 2007, était très difficile pour les grandes entreprises et les banques occidentales, alors que, elle était opportune pour les fonds étatiques. Dès novembre 2007, le fonds Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) décide d'acquérir 4,9% de Citigroup (première banque mondiale d'affaire), quelques jours plus tard, c'est le fonds singapourien, le Government of Singapore Investment Corporation (GIC), qui sauve la banque suisse UBS en injectant 10 milliards de dollars et le fonds chinois, China Investment Corporation (CIC), se porte acquéreur de 3,9 % du capital de Stanley-Morgan. Entre 2007 et février 2008, le fonds singapourien aurait investi 5 milliards de dollars dans Mirrill Lynch, ensuite aurait participé à l'augmentation du capital de même banque à hauteur de 900 millions.

Les principaux fonds concernés par le sauvetage

Ici, nous allons nous concentrer sur les banques qui ont bénéficié de sauvetage.

- Les fonds chinois : quatre banques ; Blackstone, Barclays, BearSterns, et Morgan Stanley ont bénéficiés, et ce à hauteur de 12 milliards de dollars.

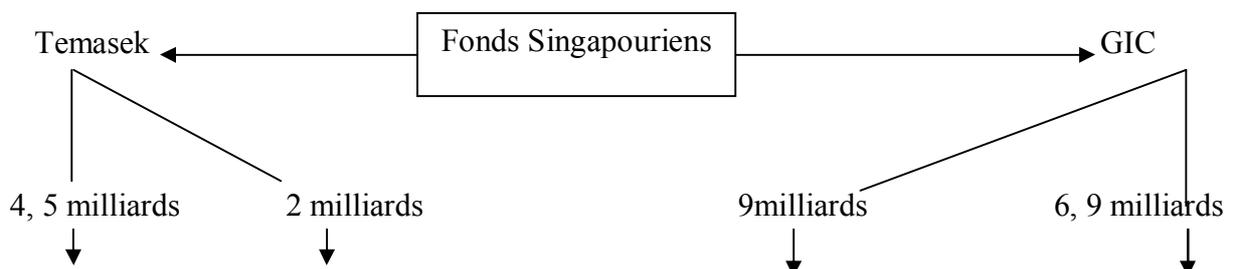
Schéma n°2 : les fonds chinois dans le capital des banques occidentales



Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 93.

- Fonds Singapouriens : Barclays, Merrill Lynch, Morgan Stanley et Citigroup sont les banques qui ont bénéficiées de l'aide de Singapour, en l'occurrence Temasek et GIC, et ce à hauteur de 23,1 milliards de dollars.

Schéma n° 3 : les fonds Singapouriens diversifient leurs investissements sur les marchés anglo-saxons



Mirrill Lynch	Barclays	Morgan Stanley	City group
(Décembre 2007)	(Juillet 2007)	(Décembre 2007)	(Janvier 2008)

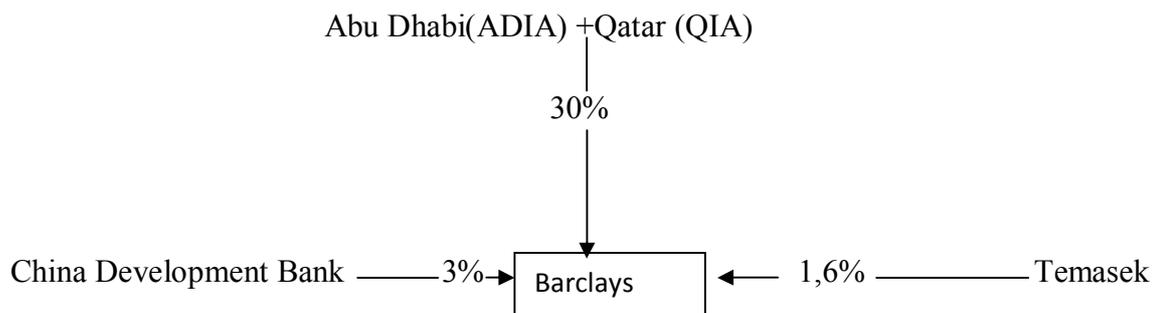
Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 94.

- Les fonds d'Abu Dhabi -ADIA- a participé avec un capital 7,5 milliards de dollars dans Citigroup.
- Le fonds Koweïtien -KIA- présent dans Merrill Lynch depuis février 2008, à hauteur de 6,6 milliards de dollars.
- Le fonds Qatari (QIA) : en février 2008, par le truchement de QIA, le Qatar a participé dans le crédit suisse à hauteur de 3 milliards de dollars.

Les banques ayant bénéficié de plusieurs interventions sont en nombre de cinq : Barclays, Citigroup, Crédit suisse et Union des Banques Suisse.

La banque Barclays : cette banque était avant la crise, une des plus importantes banque d'affaires européenne. Pour faire face à ces besoins financiers, Barclays va devoir emprunter 9 milliards d'euros auprès des fonds souverains du Qatar et d'Abu Dhabi, soit l'équivalent de 30% de son capital, 3% de China Development Bank et 1,6 de Temasek. Le total donne 35 % de capital de Barclays est détenu par des fonds souverains identifiés.

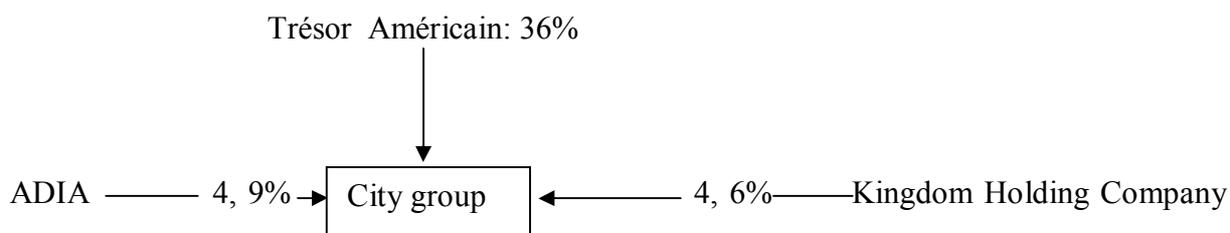
Schéma n° 4 : Barclays attire les capitaux d'ADIA, CDB et Temasek



Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 95.

La banque Citigroup : elle est fondée le 08 octobre 1998, cette banque est créée après la fusion de la banque Citicorp et de la compagnie d'assurances Travelers Group. Son principal actionnaire après novembre 2007, est le fonds souverains d'Abu Dhabi- ADIA-, avec 4,9 % de son capital, suivi de celui de Saoudien Kingdom Holding Company avec 4,6 %. Le 27 février, le département du Trésor Américain a été autorisé de participer avec 36 % du capital.

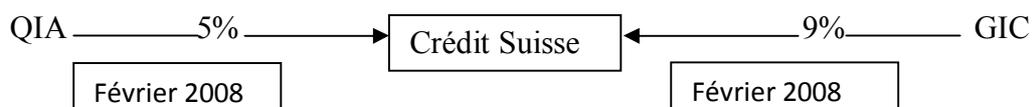
Schéma n° 5 : ADIA et KHC dans le capital de city group



Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 95.

Le cas du Crédit suisse : pour des raisons historiques, c'est le fonds Qatari (QIA) qui vole le premier à son aide, en prenant 5% de son capital. Mais l'offre est intéressante pour d'autres fonds, comme celui de Singapour GIC, avec une participation estimée de 9% du capital, il surpasse même le fonds Qatari.

Schéma n° 6 : les fonds qui ont investis dans crédit suisse



Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010. Page 95.

L'Union des Banques Suisse (UBS) : la fusion en 1998 de l'union des banques suisses de Zurich et de la société de banque suisse de Bâle a donné l'Union des Banques Suisse. En 2007, le fonds singapourien GIC est dans son capital avec un montant de 11 milliards de Francs suisse, soit 6,6 milliards d'Euros. Suivi quelques mois plus tard d'un autre apport des fonds du Moyen-Orient non identifiés, d'un montant de 1,2 milliards d'Euros, soit une prise de contrôle de 9 à 12% de son capital.

3- l'influence des fonds souverains sur les marchés financiers

Pour déterminer le poids des fonds souverains au sein des marchés financiers, il est nécessaire de comparer les actifs gérés par ces fonds par rapport à la capitalisation boursière des marchés actions et obligations. Ces deux principaux marchés concentrent environ 100000 milliards de dollars alors que les fonds souverains possèdent des actifs estimés à 3000²⁸ milliards de dollars, un poids relativement limité. Cette valeur ne représente que 3% à 4% de la capitalisation boursière mondiale²⁹. Ce pourcentage reste loin si on le compare à celui des fonds de pension (22,7%), les fonds mutuels (20,8%) et les actifs d'assurances (20,5%)³⁰.

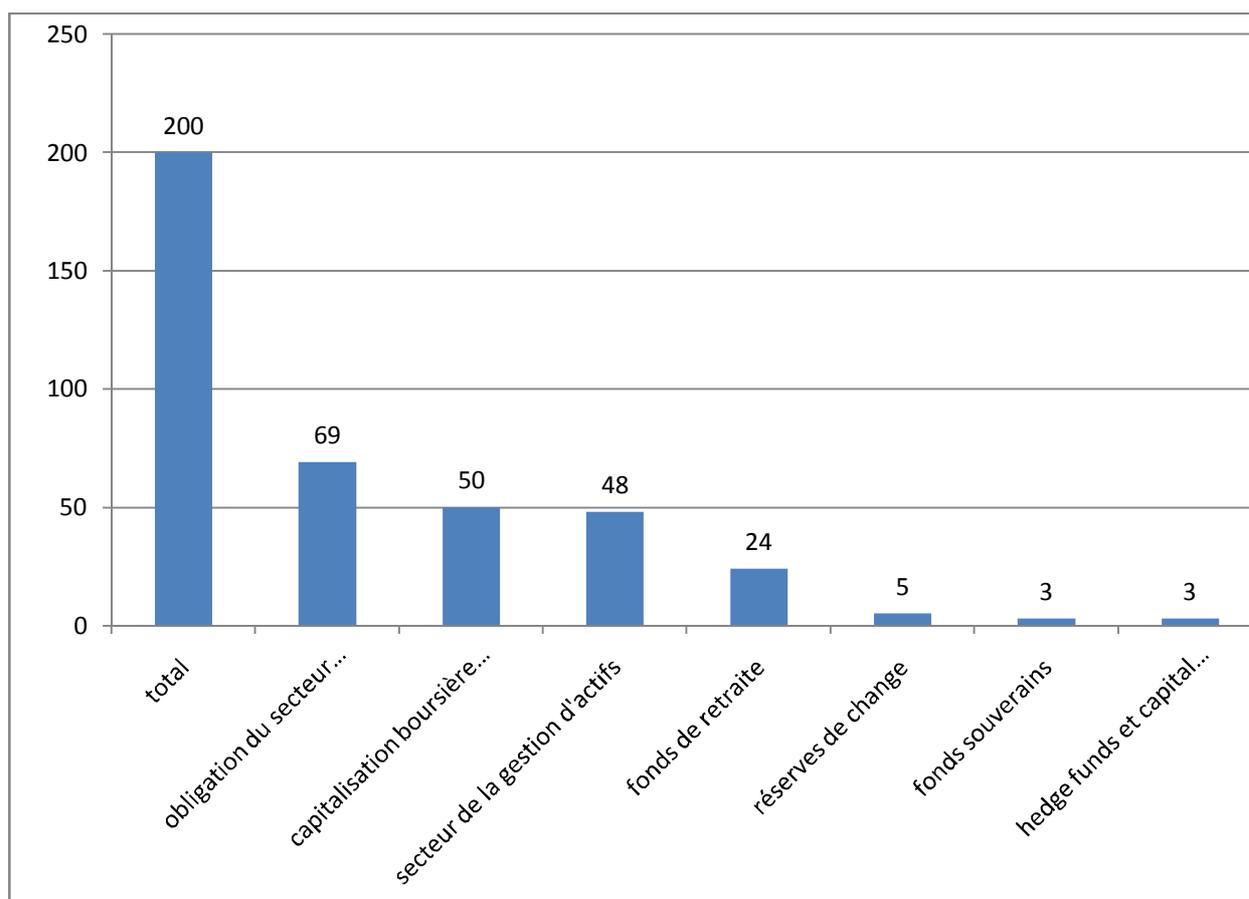
Le schéma ci-dessus montre la place qu'occupent les fonds souverains au sein des marchés financiers. Une part presque insignifiante par rapport aux autres classes d'actifs comme les fonds de pension, le marché des obligations et le marché des actions,...)

Graphique n°3 : classes d'actifs financiers internationaux (en 1000 milliards US Dollars, 2008)

²⁸DUBRANA Ludovic : « fonds souverains : chevaliers blancs ou prédateurs ? », juin 2009. Page 8.

²⁹FOURGOUS. J. M, DASSAULT. O : « sortie de crise, capitalisme et fonds souverains », Ed groupe générale d'entreprise, avril 2009, France. Page 12.

³⁰ Idem.



Source : FOURGOUS. J. M, DASSAULT. O : « sortie de crise, capitalisme et fonds souverains », Ed groupe générale d'entreprise, avril 2009, France. Page 12.

Néanmoins, leurs actifs évoluent rapidement. Actuellement, on parle de 12000 milliards de dollars (2013)³¹. Les cinq plus importants fonds (Abu Dhabi Investment Authority 875 milliards de dollars, Norway Government Pension Fund- Global 341 milliards de dollars, Government of Singapour Investment Corporation 330 milliards de dollars, Fonds Saoudien de différents types 300 milliards de dollars et le fonds Koweïtien Reserve Fund for future Generations avec 250 milliards de dollars) réunissent environ 2100 milliards de dollars US.

Un investissement majeur et concentré de l'un de ces fonds peut avoir une très forte influence sur les actifs du marché concerné. Pour mieux déterminer l'influence des fonds souverains sur les marchés, il faut analyser leurs investissements réalisés sur chaque marché et l'évolution du marché ciblé³² qu'au niveau macroéconomique (le poids global des fonds souverains sur les marchés financiers). Cette méthode d'analyse permet de déterminer si les

³¹Jean Michel FOURGOUS, Olivier DASSAULT, *Op.cit.* Page 12.

³²DUBRANA. L, *Op.cit.* Page 8.

fonds souverains renflouent un déséquilibre structurel au sein des marchés financiers³³, par exemple, le financement des déficits occidentaux, en particulier américain.

Le marché qui attire plus les investissements des fonds souverains est le marché financier. Si on prend les sommes injectées dans le secteur bancaire durant la crise des subprime, sans doute, nous jugerons leurs investissements de positifs. En août 2007, les banques américaines ont soulevées 100 milliards de dollars de capital dont 30 milliards souscrit par des fonds souverains.

Les fonds souverains sont des investisseurs à un horizon de long terme. Lors de la récente crise financière, l'analyse du comportement des premiers fonds a confirmés leur insensibilité aux chocs financiers de court terme et leur engagement sur une stratégie de long terme. De ce fait, les fonds souverains peuvent participer à amortir les chocs financiers et assurer la stabilité des marchés³⁴.

Toutefois, les périodes des crises peuvent réduire la taille des interventions des fonds souverains. Le rapport de *Monitor Group* relève qu'au troisième trimestre 2008, les fonds souverains ont investi 15,4 milliards de dollars, 40% de moins qu'au second trimestre (26,5 milliards de dollars), quatre fois moins qu'au premier (58,3 milliards de dollars)³⁵.

4- le changement de comportement des fonds souverains après la crise des subprimes

Comme les autres gérants des fonds d'investissements traditionnels, les fonds souverains n'étaient pas épargnés par la crise financière. Ils ont essayé de l'endiguer en injectant des sommes colossales dans des entreprises et des banques fragilisées par les crises.

Les performances réalisées sur le court terme étaient décevantes, la raison pour laquelle le changement de leurs investissements sectorielles était nécessaire. Une expérience très difficile caractérisée par un bilan financier très défavorable a poussé les fonds souverains à réorienter leurs IDE : alors qu'en 2007-2008 le secteur financier était le plus élevé avec

³³ Idem. Page 8.

³⁴ LABIDI. M, MAZIGH-JAIDANE. L : « fonds souverains et stabilité financière internationale : nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance », Université de Monastir, Tunisie, 2008. Page 13.

³⁵ Idem. Page 13.

36%³⁶ des investissements, ils ont en 2009-2010 préférés l'industrie des transports et des matières premières.

Le tableau ci-dessus montre le changement de comportement des fonds souverains, en réduisant le pourcentage de secteur financier au profit des secteurs véhicules automobiles et équipements des transports, mines et pétrole.

Tableau n° 13 : Comparaison des IDE fonds souverains entre 2007-2008 /2009-2010

Secteur	2009-2008	2009-2010
1- Finance	36%	
2- Véhicules automobiles et équipements de transports		36%
3- Mines et pétrole	20%	26%
4- Commerce	5%	11%
5- Affaires	9%	9%
6-Distribution d'eau, électricité et gaz		8%
8- Autre services	18%	7%
9- Autre secteur manufacturier	4%	3%

Source : Jean-Michel ROCCHI, RUIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011 page 123.

Conclusion

Même si l'existence des fonds souverains n'est pas nouvelle, ils restent sans définition unique pour des raisons multiples, le manque de rigueur dans la détermination de leur source de financement, l'opacité, etc.

Les fonds souverains ont renfloués des liquidités nécessaires pour de nombreuses banques et entreprises dans le besoin lors de la crise financière de 2008, malgré leur taille qui reste loin derrière la plupart des investisseurs des marchés financiers. Ce qui montre que les

³⁶ Jean-Michel ROCCHI, RUIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011 page 21

fonds souverains sont des investisseurs qui peuvent contribuer à stabiliser les marchés financiers surtout à court et moyen terme.

Les fonds souverains ont subi la chute des cours boursiers, en influençant sur leurs stratégies en priorisant le secteur de l'industrie automobile et équipement de transport au détriment du secteur financier.

CHAPITRE II

LA GOUVERNANCE ET LES STRATEGIES D'INVESTISSEMENT DES FONDS SOUVERAINS.

Introduction

« La logique du système capitaliste dépend du fait que les actionnaires obligent les entreprises à agir de façon à maximiser la valeur de leurs actions. Il est loin d'être évident que ceci sera, avec le temps, la seule motivation des gouvernements en tant qu'actionnaire »³⁷.

Le changement de stratégies des fonds souverains sur les marchés financiers inquiète les pays récipiendaires de leurs investissements. Le but des fonds souverains est de placer et gérer des liquidités publiques qui ne sont pas utilisées dans leurs pays d'origine d'une manière sûre et rentable, généralement dans les bons de trésor américains. Aujourd'hui, ils se contentent de moins en moins d'une fonction de stabilisation (achat des bons de trésor américains), mais leurs choix portent de plus en plus sur les actions.

Ce chapitre aura pour objectif de décrire leurs stratégies, leurs gouvernance et enfin l'allocation d'actifs et comment gèrent-ils les risques.

Section 1 : La gouvernance des fonds souverains

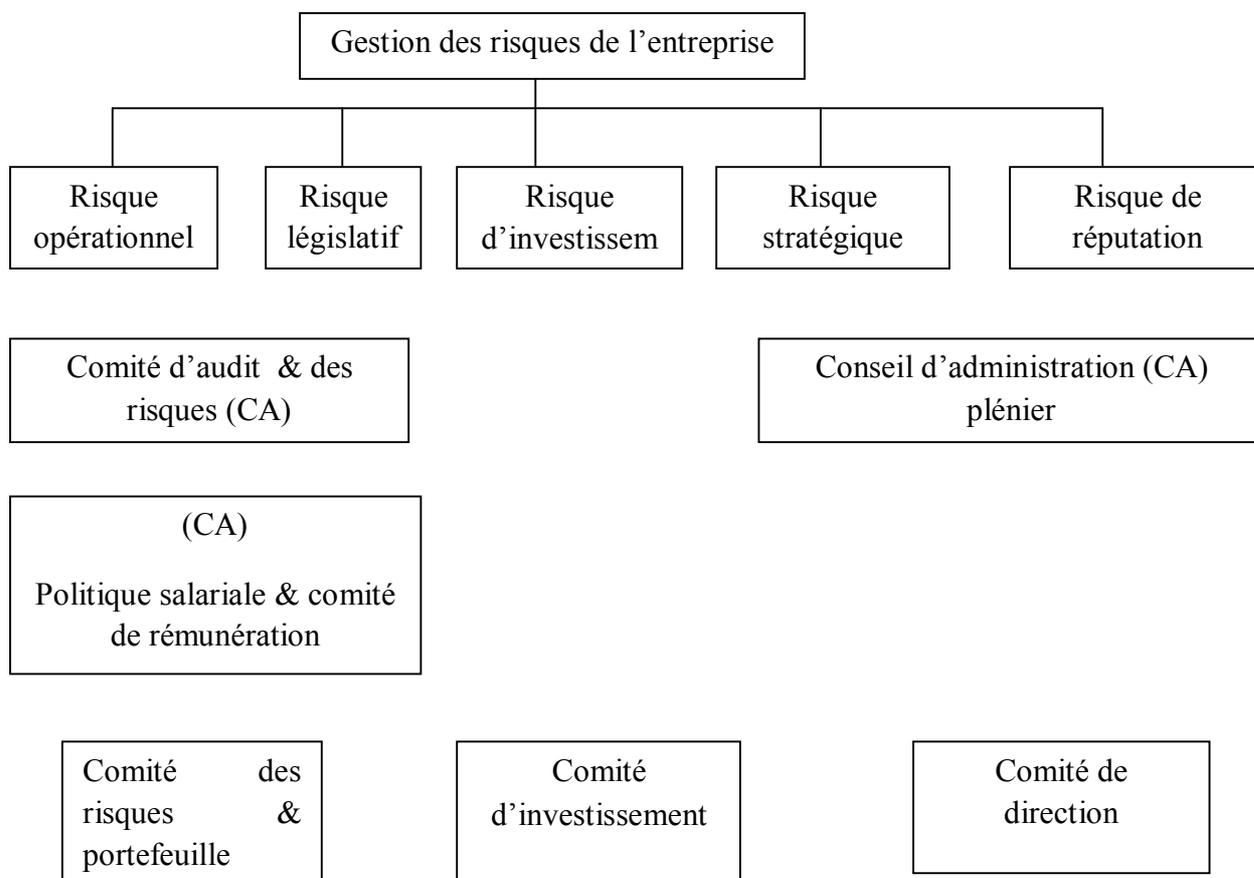
Dans cette section, nous verrons les points suivants : le modèle type préconisé par l'IFSWF, la séparation entre le conseil de surveillance et le directoire, et enfin le modèle le plus transparent des fonds souverains.

1- Le modèle organisationnel type des fonds souverains

Le sous-comité en charge des investissements et du risque management de l'IFSWF, lors de son congrès de 2010 à Sydney, a proposé l'organigramme ci-dessus. En s'appuyant sur plusieurs comités techniques : le comité d'investissement, le comité d'audit et des risques, le comité des risques et de portefeuille, le comité exécutif et le comité d'administration prennent en charge la gestion des risques qui peuvent contraindre l'investissement des fonds souverains sur les marchés.

³⁷ Lawrence Summers ; directeur du National Economic Council du président BARACK OBAMA.

Schéma n°7 : organigramme des fonds souverains préconisé par l'IFSWF.



Source : Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY : « les fonds souverains », Ed ECONOMICA, Paris, 2011.

2- Séparation entre le directoire et le conseil de surveillance

Les fonds souverains ne cessent d'améliorer leur gouvernance. L'organigramme du China Investment Corporation (Chine) est un modèle où le directoire et le conseil de surveillance sont séparés (modèle dual).

Le schéma ci-après, montre clairement, comment le conseil de surveillance et le directoire sont séparés.

Source : Jean-Michel ROCCHI, Michel RUMY : « les fonds souverains », Edition ECONOMICA, Paris, 2011.

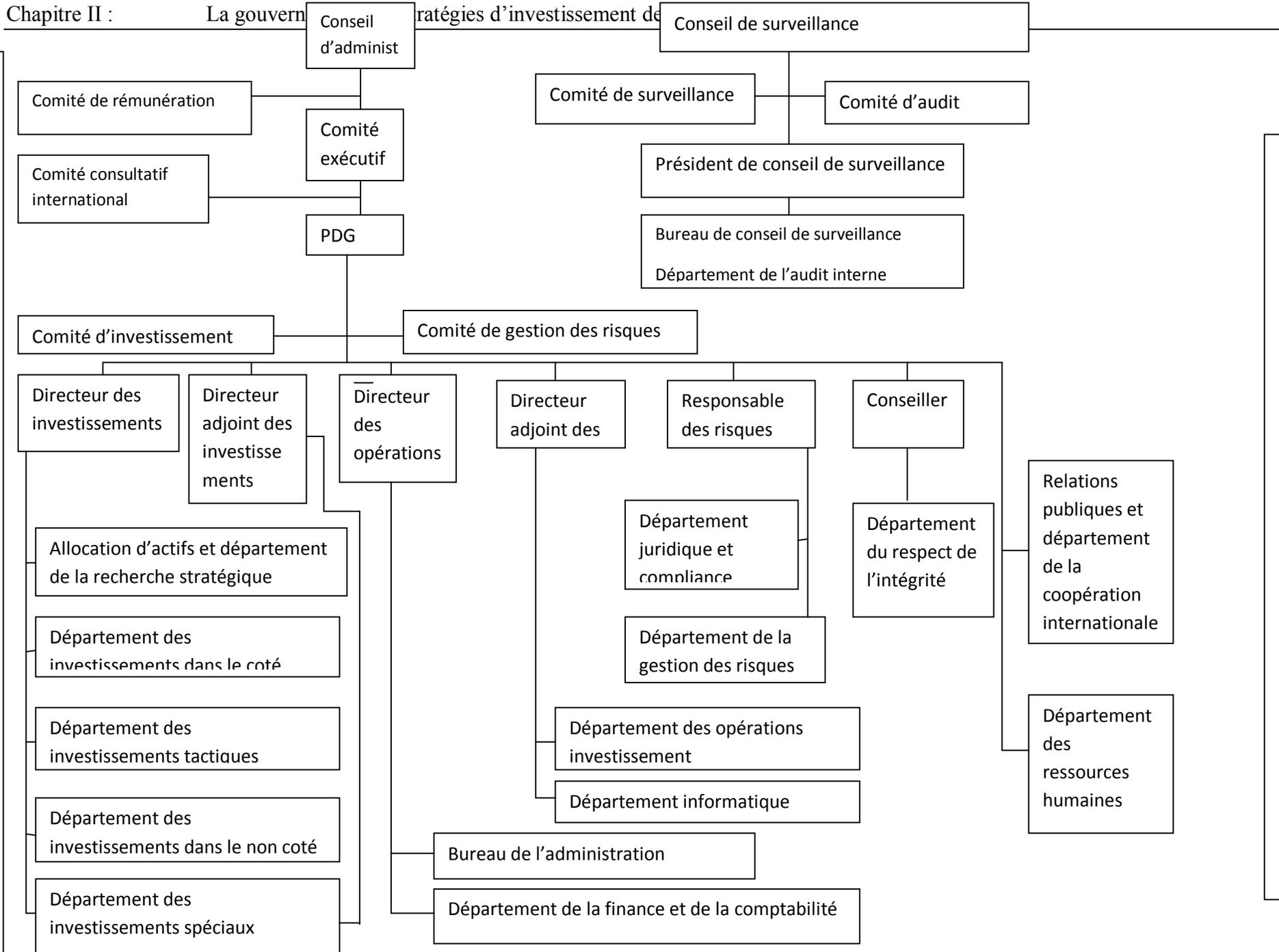


Schéma n° 8: Organigramme du fonds souverains chinois

3- Une volonté pour une gestion transparente des fonds souverains

Les principes de Santiago sont des principes et des pratiques généralement acceptés qui traduisent les pratiques et les objectifs des fonds souverains en matière d'investissement.

Les principes couvrent les grands sujets suivants : i) le cadre juridique, les objectifs et la coordination avec la politique macroéconomique ; ii) le cadre institutionnel et la gouvernance et enfin le cadre d'investissement. Aux termes de ces principes, les fonds souverains se fixent les objectifs suivants :

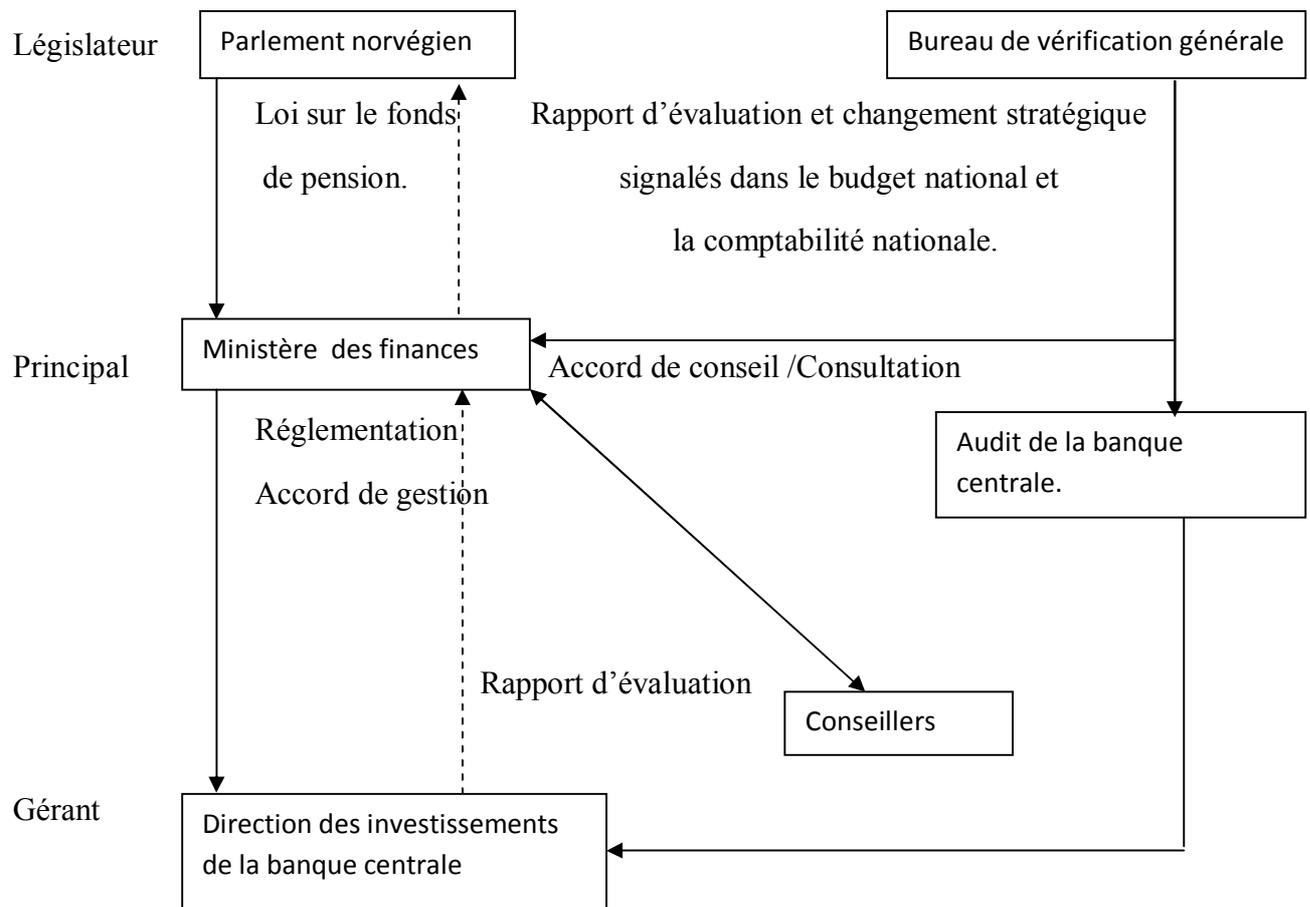
i- se doter de structures de gouvernance transparentes et saines permettant de disposer de mécanismes appropriés de contrôle opérationnel, de gestion des risques et de responsabilisation.

*ii-*se conformer à toute réglementation et obligation de communication de l'information financière en vigueur dans les pays où ils investissent.

*iii-*réaliser leurs investissements sur la base de considérations relatives au risque économique et financier et au rendement.

*iv-*contribuer au maintien de la stabilité du système financier mondial et de la libre circulation des capitaux et des investissements.

Si on s'intéresse au cadre institutionnel et la gouvernance, le fonds GPF norvégien est le meilleur modèle qui a concrétisé ce principe. Le schéma ci-dessus nous montre la structure de ce fonds.

Schéma n°9 : Structure de gouvernance de GPF

Source : Velulescu Delia : « Fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains » Bulletin d'information du FMI, juillet 2008. Page 111.

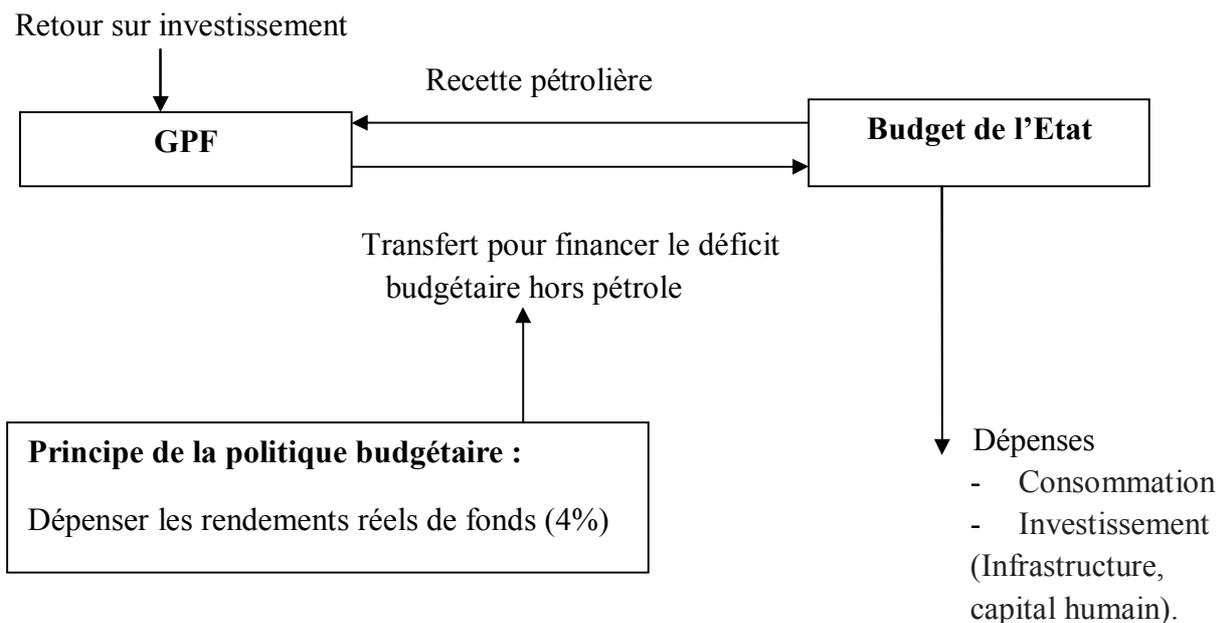
Nous constatons que la structure de la gouvernance du fonds norvégien est composée de trois piliers : le législateur qui est composé de deux départements ; le parlement norvégien qui édicte des lois relatives au fonctionnement de fonds et le bureau de vérification générale qui établit des rapports d'évaluation et changement stratégique mentionné dans le budget et la comptabilité nationale (l'une des caractéristiques du GPF est qu'il fait partie de la politique budgétaire de Norvège, voir le schéma n°10). Le deuxième pilier de la gouvernance de ce fonds est le ministère des finances qui détient le fonds. Il fait régulièrement un rapport sur le cadre de gouvernance, les objectifs du fonds, sa stratégie d'investissement et ses résultats, ainsi que sur ses principes déontologiques³⁸. Et enfin, la banque centrale qui gère le fonds, publie des rapports trimestriels et annuels sur la gestion de fonds (notamment les résultats), et

³⁸Velulescu Delia : « fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains », Bulletin d'information du FMI, juillet 2008, page 111.

une liste annuelle de tous ses investissements³⁹. Cette structure garantit une stratégie d'investissement transparente.

Le fonds souverain norvégien est une partie intégrante de la politique budgétaire du pays, ce qui assure la transparence de l'excédent réel du budget l'utilisation des recettes pétrolières par l'Etat.

Schéma n °10 : mécanisme budgétaire du GPF



Source : VELCULESCU Delia : « fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains », Bulletin d'information du FMI, juillet 2008. Page 110.

Il a pour objectif de limiter les dépenses de l'Etat, son capital se compose des recettes des activités pétrolières et ses dépenses consistent à financer le déficit hors pétrole. Sachant que le déficit structurel hors pétrole de l'administration centrale est limité à environ 4 % des actifs du GPF (selon les directives de 2001)⁴⁰ et le taux de rendement réel de celui-ci à long terme est estimé à 4 %, alors le fonds couvre le déficit de l'administration centrale et conserve son capital réel.

³⁹ Velculescu Delia, *Op.cit.* juillet 2008, Page 111.

⁴⁰ Idem.

Section 2 : stratégies d'investissement des fonds souverains

Les bonds de trésor américain n'est plus la manière idéale pour une meilleure rentabilité des liquidités des fonds souverains. L'instabilité de dollars et le coût de placement faible, sont les raisons principales de changement de la stratégie de ces investisseurs étatiques.

Dans la présente section, nous présenterons la politique d'investissement géographique et sectorielle des fonds souverains, et puis nous allons voir les différentes approches d'investissement et enfin l'importance d'un investisseur de long terme pour l'économie mondiales.

1- La politique géographique et sectorielle des fonds souverains

Le choix du pays ou de la zone où investir est différent d'un pays à l'autre. Les fonds de Moyen-Orient préfèrent le placement sur les marchés américains et européens à cause de sous-développement de leurs marchés domestiques (manque de support d'investissement « asset shortage ») qui ne peuvent pas recevoir l'abondance de leurs ressources, néanmoins, cette tendance n'est pas valable pour les fonds des pays asiatique. Les investissements de ces derniers sont orientés vers leurs marchés domestiques ou leur zone géographique proche. Les placements des fonds souverains ne sont pas déterminés uniquement en fonction de la zone, mais aussi en fonction des secteurs.

1-1 Les destinations préférées des fonds souverains

La destination internationale ou domestique des investissements des fonds souverains se pose de manière générale. Comme la majorité des fonds sont basés dans des pays en voie de développement, il est prioritaire de privilégier un objectif de développement de leurs économies nationales. C'est ainsi par exemple le cas du fonds Russe ; tandis que le ministre des finances préfère d'investir dans des entreprises étrangères, le président russe, Vladimir POUTINE privilège l'utilisation des fonds en Russie. Le premier responsable de VTB soutenu par d'autres dirigeants d'établissements financiers russes, ont demandés qu'au moins 20%⁴¹ des capitaux de ce fonds soient consacrés au soutien de long terme des banques russes plutôt qu'à l'achat d'actifs étrangers. Le président de la banque Isthmaar de Bahreïn M. Khalid ABDULLA-JANAHI, lui aussi, a critiqué le fait que les fonds souverains du golfe vont au

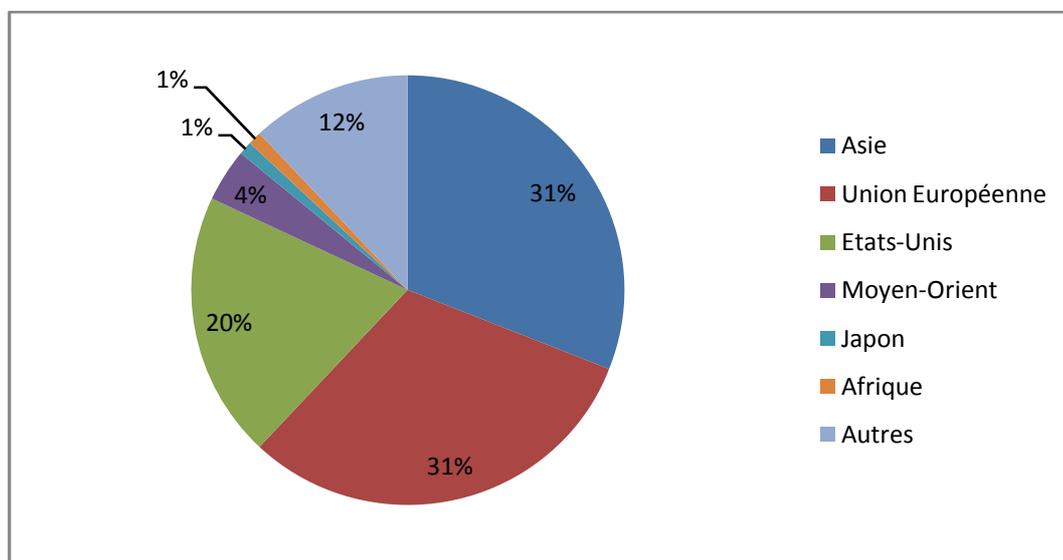
⁴¹ Daniel GARRIGUE, « les fonds souverains, révélateur de nos propres faiblesses », Rapport d'information de l'assemblée nationale pour l'union européenne numéro 963, 17 juillet 2008. Page 35.

secours de banques d'autres régions du monde au lieu de consacrer leurs investissements au développement économique de la région du golfe.

Nonobstant, les tentatives de certains responsables des fonds souverains de convaincre les décideurs d'orienter les capitaux de ces fonds pour le développement de l'économie nationale, les fonds souverains continuent à préférer investir en dehors des frontières nationales. Les fonds de Moyen-Orient ont eu tendance à privilégier les Etats-Unis et l'Europe, mais plus actif en Amérique qu'en Europe, le Koweït Investment Authority, par exemple, sur 250 milliards d'actifs, 52% sont investis en Amérique et 32% en Europe⁴², tandis que, les investissements des fonds asiatiques s'orientent vers les marchés domestiques ou leurs zones géographiques proches.

Le graphique ci-dessous donne la répartition des investissements des fonds souverains par zone géographique dominés par les pays européens et les pays asiatiques avec un taux de 31% suivi par les USA avec un taux de 20%.

Graphique n° 4 : répartition des investissements des fonds souverains par zone géographique entre 1995 et 2009 (en Milliards de dollars) :

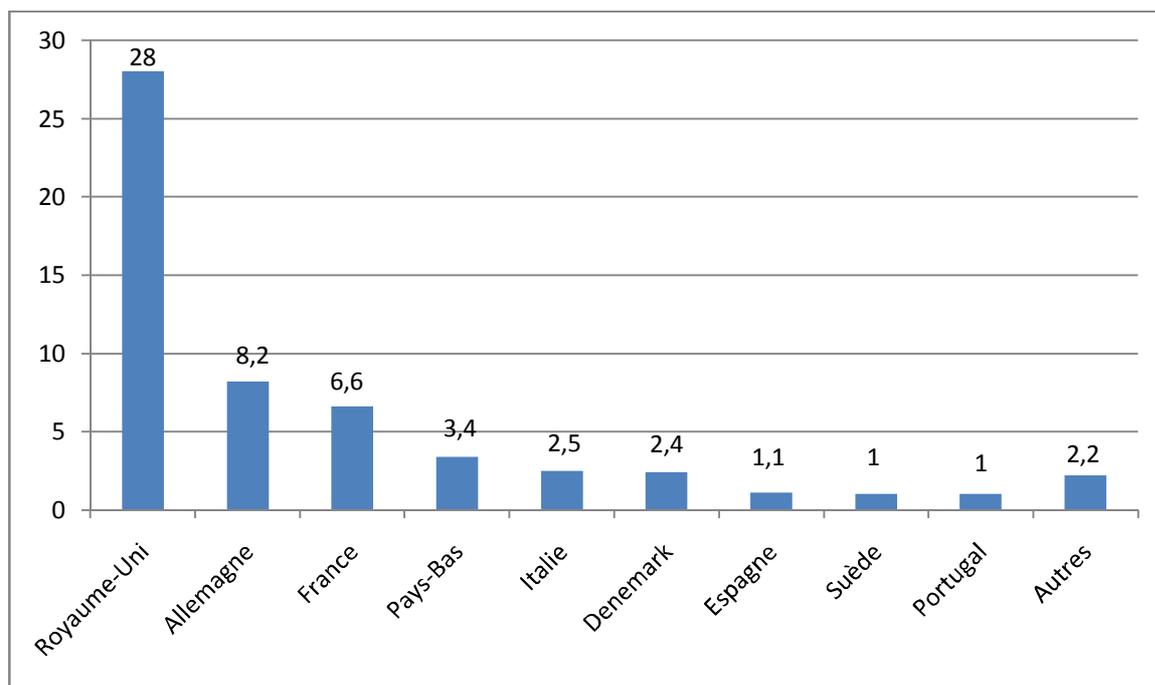


Source : Thibaut SARTRE : « les entreprises face aux fonds souverains », les notes de l'institut, janvier 2011, page 29.

⁴² Andréane Fulconis-Tielens : « les positionnements européen et français : réactions tous azimuts », in *Revue Banque*, février 2008.

Le graphique suivant montre la destination la plus préférée des fonds souverains sur le continent européen.

Graphique n° 5 : répartition des investissements des fonds souverains entre les différents pays européens entre 1995-2009 (en Md dollars)



Source : Thibaut SARTRE : « les entreprises face aux fonds souverains », les notes de l'institut, janvier 2011, page 29.

1-2 La stratégie sectorielle des fonds souverains

La stratégie de placement des fonds souverains ne se fait pas uniquement en fonction de la zone géographique, mais aussi en fonction des secteurs. Les estimations sont différentes sur les secteurs qui attirent plus les fonds souverains. La stratégie des fonds souverains est caractérisée par la recherche d'une corrélation négative entre les secteurs visés et les cours des matières premières, afin d'éviter les variations brutales du prix des matières de base. Selon les estimations du Monitor Group sur la prise de participation des fonds souverains dans le monde entre 2000 et 2008, l'industrie prend la part la plus importante des investissements de ces fonds avec 22%, suivi en deuxième place le secteur financier avec 21%, l'immobilier 15%, la technologie d'information 11%, l'énergie 9%, et les télécommunication avec 4%.

Avant la crise des subprimes, les fonds souverains avaient basé leurs investissements sur la finance, l'immobilier et les nouvelles technologies. Depuis, ces fonds ont réorienté leurs investissements, selon la fondation Eni Enrico Mattei, vers l'automobile, l'énergie, et les transports. En revanche, le secteur des matières premières sera, dans les années futures, parmi les priorités des fonds souverains afin de diversifier et de sécuriser leurs approvisionnements énergétiques. Le China Investment Corporation(CIC) investit 15 Milliards de dollars hors de Chine dans les secteurs de l'énergie, des métaux, de l'agriculture, et dans des domaines alternatifs tels que les hedge funds et les private equity.⁴³

Le tableau ci-dessous montre que sur la période janvier 2000-mai 2008, les 211 opérations se sont réparties entre 12 secteurs (étude réalisée par la fondation PREMETHUS). Selon leur importance, on trouve les secteurs suivants : produits industriels (47 opérations), produits financiers (45 opérations), immobilier (31%), technologie de l'information (24 opérations), biens de consommation (22 opérations), énergies et utilités (18 opérations), telecom, santé, matériaux, transport et aéronautique, services et infrastructure totalisent 24 opérations. On constate que six secteurs (produits industriels, produits financiers, immobilier, technologies de l'information, biens de consommation et énergies et utilités) concentrent près de 90% des opérations.

⁴³ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY, *Op.cit.* 2011, page 67.

Tableau n° 14: prise de participation sectorielle des fonds souverains dans le monde entre janvier 2000 et 2008

Secteurs concernés	Nombre d'opération	Pourcentage représenté
Produits industriels	47	22,20 %
Produits financiers	45	21,30 %
Immobilier	31	14,50 %
Technologie de l'information	24	11,30 %
Biens de consommation	22	10,40 %
Energie et utilités	18	8,50 %
Telecom	8	3,80 %
Matériaux	5	2,30 %
Transport et aéronautique	3	1,40 %
Services	2	0,80 %
Santé	5	2,30 %
Infrastructure	1	0,40 %
Total	211	100 %

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains, une puissance financière insensibles aux crises », Editions ESKA, Paris, 2010, page 137.

Le tableau suivant récapitule les principaux investissements réalisés par les fonds souverains dans les pays de l'OCDE entre janvier 2000 et juin 2008. Etude réalisée par la fondation PREMETHUS.

Tableau n°15 : Investissements réalisés par les fonds souverains dans les secteurs sensibles dans les pays de l'OCDE (janvier 2000 à juin 2008)

Fonds	Cible	Nationalité de la cible	Secteur d'investissement	Année de la prise de contrôle	Montant de l'investissement	Part acquise
Dubai International Financial centre	Smartstream technologies Ltd	Royaume Uni	Haute-technologie	2007	413	100
Dubai International Financial centre	OMX AB	Suède	Finance et assurance	2008	3396,8	69,4
ADIA	Primeria Europe II LP 2	Royaume-Uni	Haute-technologie	2007		100
Temasek Holdings	Indirect technology	Etats-Unis	Haute-technologie	2006	165	100
Temasek Holdings	Miltope Group Inc	Etats-Unis	Haute-technologie	2007	36,26	100
Temasek Holdings	Ripple Systems Pty Ltd	Australie	Télécom	2000	0,79	70
Temasek Holdings	Orbacom Systems Inc	Etats-Unis	Energie et utilités	2001	18	100
Temasek Holdings	TXU Australia Ltd	Australie	Energie et utilités	2007	3720	100
Temasek Holdings	GPU Powernet Pty	Australie	Energie et Utilités	2000	1264,20	100

Temasek Holdings	LG Power Co Ltd	Corée du Sud	Energie et Utilités	2001	142,30	50,1
Temasek Holdings	Enro Teesside Operations Ltd	Royaume-Uni	Energie et Utilités	2002	136,88	100
Temasek holdings	Samsug general Chemwater	Corée du Sud	Energie et Utilités	2004	76,50	100
Temasek Holdings	LG Energy Co Ltd	Corée du Sud	Energie et Utilités	2001	49	50,1
Temasek Holdings	SPI Powernet Pty Ltd	Australie	Energie et Utilités	2000	1,22	100

Source : « Mythe et réalités des fonds souverains », fondation PROMETHEUS, février 2009.

2- Les approches d'investissement des fonds souverains

Tous les fonds souverains ont un but commun : transférer de la richesse vers le futur⁴⁴. Néanmoins, leurs objectifs sont variés ; stabilisation des revenus, financement des retraites, optimisation des rendements, diversification de l'économie et constituer une épargne au profit des générations futures. Pour atteindre ces objectifs, chaque fonds suit une approche d'investissement en fonction de son objectif. D'après le Deloitte Research, les fonds souverains suivent deux approches en matière d'investissement⁴⁵ : l'approche d'investissement passive et l'approche d'investissement stratégique.

2-1 L'approche d'investissement passive

Ce sont des fonds dont l'objectif est de réaliser des rendements à des niveaux de risques différents qui adoptent cette approche. Cette dernière se divise en deux : stratégie prudente et stratégie agressive.

⁴⁴ Caroline Bertin Delacour, *Op.cit.* 2009, page 33.

⁴⁵ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.* 2009, page 65.

2-1-1 La stratégie prudente

Les instruments à revenus fixes de bonne qualité (AAA) et des actions de grandes capitalisations sont les investissements de prédilection des fonds qui suivent cette stratégie. Ne pas prendre beaucoup de risque est la première règle dans cette stratégie, le fonds Russe « Reserve Fund » (a partir de 1^{er} février 2008, le fonds de stabilisation a été scindé en deux distincts : le fonds de stabilisation et le fonds de bien-être national)⁴⁶ en est un exemple. La Russie a créé ce fonds qui lui permet de réduire les effets pervers de la rente pétrolière sur l'environnement macroéconomique et de faciliter la régulation budgétaire par le lissage des déficits. Les actifs sont placés en dollars (45%), en euros (45%) et en livres sterling (10%) (Voir tableau n° 2 et graphique n° 3)⁴⁷. Son portefeuille est réparti entre les titres à revenus fixes étrangers émis par les gouvernements à hauteur de 80%, 15% en titres de dettes étrangères émis par les banques centrales et 5% dans des titres de dettes émis par des institutions financières internationales⁴⁸.

Tableau N° 16 : Distribution du portefeuille de Reserve Fund en devises étrangères

Devise	Pourcentage de fonds
USD	45%
EUR	45%
GBP	10%

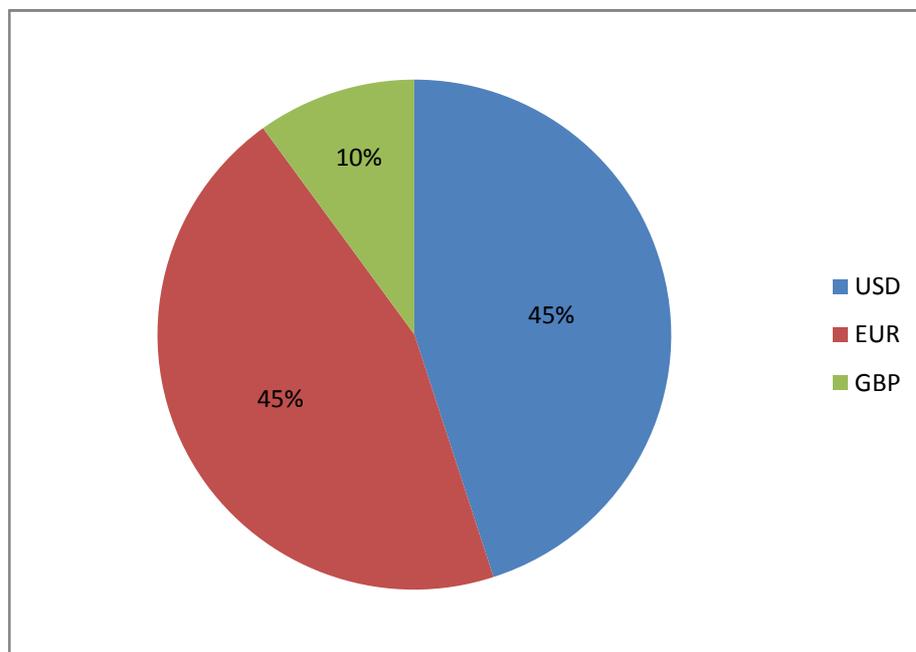
Source : Clélia CHEVRIER : « LES FONDS SOUVERAINS EN RUSSIE », *in revue d'économie financière*, hors-série 2009, page 80.

Le portefeuille du Reserve Fund est composé des devises les plus importantes au monde. Le graphique ci-dessous montrera mieux la composition de ce fonds.

⁴⁶ Clélia CHEVRIER : « LES FONDS SOUVERAINS EN RUSSIE », *in revue d'économie financière*, hors-série 2009, page 77.

⁴⁷ Clélia CHEVRIER Op. Cit 2009, page 80.

⁴⁸ The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principal; Santiago Principales", Octobre 2008, page 43.

Graphique n°6 : Distribution du portefeuille de Reserve Fund en devises étrangères

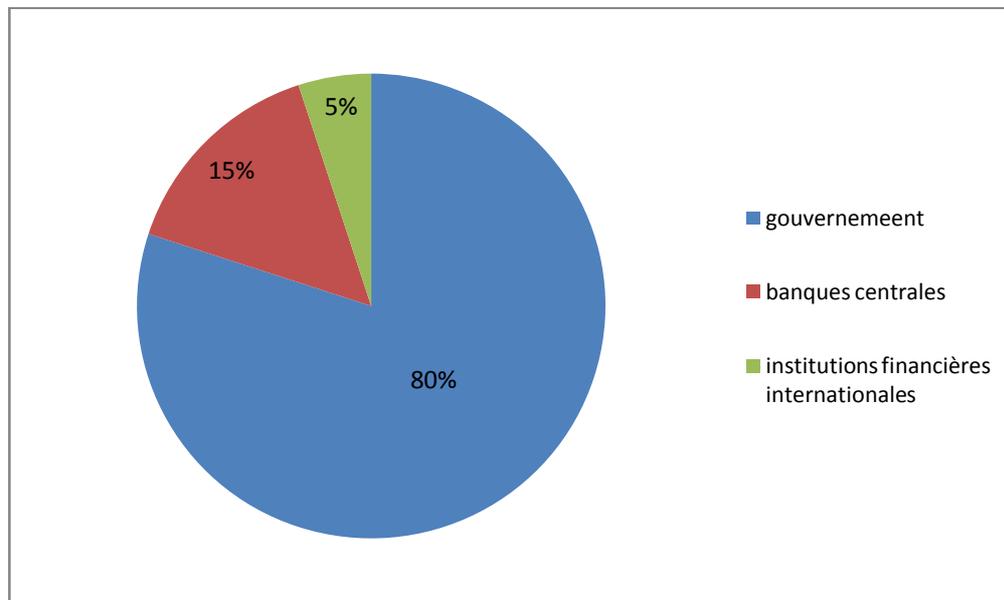
Source : Mlle BOUCHAKOUR : « Création et gestion des fonds d'investissement, cas : les fonds souverains » Université Mouloud MAMMERY, 2009, page 67.

Le tableau et le graphique ci-dessus montrent clairement la prédilection du fonds Russe pour les titres émis par les gouvernements.

Tableau n° 17: Composition du portefeuille d'investissement du reserve fund en titres à revenus fixes

Classes des titres à revenu fixes émis par les	% du fonds
Gouvernements	80%
Banques centrales	15%
Institutions financières internationales	5%

Source : Mlle BOUCHAKOUR : « Création et gestion des fonds d'investissement, cas : les fonds souverains » Université Mouloud MAMMERY, 2009, page 67.

Graphique n°7 : Composition du portefeuille d'investissement du reserve fund en titres à revenus fixes

Source : Mlle BOUCHAKOUR : « Création et gestion des fonds d'investissement, cas : les fonds souverains » Université Mouloud MAMMERI, 2009, page 68.

Enfin, il faut signaler que les fonds souverains n'ont pas investi dans des produits risqués et/ou complexes tels que les Collateralized Debt Obligation, produits qui étaient à l'origine de la crise financière (crise des subprimes)⁴⁹.

2-1-2 la stratégie agressive

Cette stratégie est préférée par des fonds d'épargne pour les générations futures dont l'objectif est de maximiser le rendement de leurs investissements tels qu'ADIA et KIA. Cette stratégie est basée sur le couple risque/rendement dans l'allocation d'actifs, dont l'objectif est de réaliser des rendements élevés.

2-2 l'approche d'investissement stratégique

Les fonds d'investissement stratégiques ont un double objectif ; maximiser le rendement de leurs investissements et contribuer à la diversification de leurs économies.

⁴⁹ Joëlle Paquet : « analyse des impacts de la mondialisation sur l'économie au Québec : l'émergence des fonds souverains », école nationale d'administration publique, janvier 2009, page 4.

En investissant pour des années dans les bons de Trésor Américain, les fonds souverains ne bénéficient que d'un petit rendement. Toutefois, depuis quelques années, ils intéressent de plus en plus aux entreprises et aux institutions financières des pays développés. Ce repositionnement stratégique résulte de changements au niveau de la situation financière du pays investisseur, ce qui entraîne une redéfinition des objectifs⁵⁰. Lorsque ces fonds sont créés, leur objectif était la stabilisation économique (isoler le budget et l'économie nationale des effets de la volatilité des cours des matières premières). Mais par la suite, les gouvernements modifient les objectifs poursuivis afin de les rendre plus larges et plus ambitieux (investir dans des sociétés contrats, attirer des projets dans leurs pays, transférer du savoir faire et de la technologie).

Des fonds comme CIC (Chine), Mubadala (Abu Dhabi), et QIA attisent leur avidité à l'égard des institutions financières occidentales afin de réaliser des rendements, mais aussi d'accéder à leur expertise et de développer des centres financiers de rangs mondiaux tels que New York et Londres dans leurs pays d'origine. Les pays du golf persique (Qatar, Abu Dhabi, Dubaï) se concurrencent pour devenir des centres financiers prépondérants dans la région du Moyen-Orient, pour être intermédiaire entre cette région et le monde Occidentale. Pour ce qui de la chine, elle cherche à faire de l'une de ces grande villes tel que Shanghai, un centre financier qui pourra concurrencer Hong Kong⁵¹.

Le tableau ci-dessous recense quelques opérations de prise de participation de ces fonds dans les organismes financiers occidentaux en 2007 et 2008.

Tableau n° 18: prise de participation dans les institutions financières occidentales (2007-2008)

Date	Fonds (pays)	Institutions financières (pays)	Montant en milliards de dollars	Part dans le capital après l'opération
2 mai 2007	ICD(Dubaï)	HSBC (Royaume-Uni)	1,2	
Juin 2007	CIC(Chine)	BLACKSTONE (Etats-Unis)	3	9,9%

⁵⁰ Joëlle Paquet, *Op.cit.* janvier 2009, page 6.

⁵¹ Mlle BOUCHAKOUR, *Op.cit.* 2009, page 69.

23 juillet 2007	CDB (Chine)	Barclays (Royaume-Uni) Barclays (Royaume-Uni)	Environ 3	3,1%
22 septembre 2007	Mubadala development fund (Abou Dhabi)	Carlyle (États-Unis)	1,35	7,5%
26 novembre	ADIA (Abu Dhabi)	Citigroup (États-Unis)	7,5	4,9%
Décembre	CIC (Chine)	Morgan Stanley (États-Unis)	5	9,9%
15 janvier	Kuwait IA (Koweït)	Citigroup (États-Unis)	6,88	3,7%
Juillet	QIA (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 2,85	6,42%
16 octobre	Qatar Holding	Crédit Suisse	Environ 8,8	
Novembre	Qatar Holding	Barclays (Royaume-Uni)	Environ 11,4	12,7%

Source : Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », *In cahier du GRETHA* n°5 2009-04. Page 10.

Nous remarquons que la plupart des fonds souverains investissent dans les institutions américaines et anglaises les plus connues : Citigroup, Blackstone, Morgan Stanley, Barclays, ...

Dans l'industrie automobile, le fonds Bahreïni Mumtalakat a procuré 30% du capital de constructeur anglais de voiture de sport, Maclaren, dans le but de développer l'industrie de l'aluminium du Royaume. Aabar Investment (un fonds d'investissement détenu à 70% par le fonds souverain d'Abu Dhabi Investment Petroleum Investment company) a acquis 9% dans le constructeur automobile allemand Daimler AG, et a signé un accord prévoyant la construction d'un centre de formation à Abu Dhabi, qui s'en charge de la formation des jeunes dans l'industrie automobile.

L'immobilier est un secteur qui attire les capitaux des fonds souverains de plus en plus, selon Deloitte Research, le fonds singapourien (GIC) a fait une joint-venture de plus de 600 millions de dollars avec la chaîne hôtelière américaine Host Hotels&Resorts, pour investir dans l'immobilier en Asie et en Australie. Host Hotels&Resorts possédera 25% de la venture et le GIC Real estate aura les 75%. Mubadala a réalisé une joint-venture avec la

société américaine The John Buck Company, sous le nom de John Buck International qui s'occupera de développement de l'immobilier de haute qualité, le leasing et les services de gestion à Abu Dhabi et dans la région du Moyen-Orient. Le fonds Mubadala participera avec 51%.

Pour bénéficier des progrès réalisés dans le domaine de la santé et maîtriser les nouvelles technologies médicales, le fonds Qatari QIA investit dans le centre de soins médicaux anglais Four Seasons Health Care en 2007. Quant à Mubadala, il a investi dans un hôpital en Japon (la ville Gobi) pour apprendre les techniques de transplantation d'organes et acquérir les capacités de traitement des maladies qui touchent le Moyen-Orient tel que le diabète. L'objectif de cet investissement est de développer une politique de santé dans le pays.

3- Un besoin important d'investisseurs de long terme

La stratégie à long terme des fonds souverains est confirmée par les propriétaires des fonds eux-mêmes : « nous sommes actionnaires de Daimler depuis 1969 et de BP depuis 1986 ». (Bader Al-Saad, DG de KIA)⁵²

3-1 définition d'un investisseur de long terme

Ce sont des acteurs financiers qui ont des engagements sociaux à leur passif, lesquelles déterminent les objectifs qui leurs sont assignés⁵³:

- Préserver dans la longue durée la valeur réelle du capital qui leur est confié avec une probabilité définie par la puissance publique (fonds souverains) ou par la relation contractuelle (investisseurs institutionnels à prestations définies).

- Viser des rendements réels compatibles avec les engagements du passif ou avec des engagements macroéconomiques.

3-2 les fonds souverains sont des investisseurs à long terme

Contrairement aux réserves de change traditionnelles (placées en actifs liquides et faiblement rémunérées) les fonds souverains préfèrent une gestion active de leurs capitaux. L'encours de leurs actifs sous gestion est estimé en 2007 à plus de 3000 Milliards de dollars

⁵² Jean-Michel FOURGOUS, Olivier DASSAULT *Op.cit.* avril 2009, page 9.

⁵³ Michel AGLIETTA : « Investisseur à long terme : stratégies, impacts sur les marchés, réponses à la crise » Université Paris Ouest, CEPII et groupement –AM. Page 4.

(le double des actifs financiers détenus par les fonds spéculatifs ou *hedge funds*), et pourrait atteindre 15000 Milliards de dollars d'ici 2015.

Les fonds souverains sont considérés comme des investisseurs de long terme, ils ont un rôle stabilisateur sur les marchés financiers et assurent une stabilité pour les entreprises qu'ils financent. En utilisant des stratégies dites de « buy-and-hold »⁵⁴, consistant à acheter un actif sous-évalué et à le garder dans le portefeuille, avant de le revendre lorsqu'une plus-value est possible, permettant de converger les cours boursiers vers leurs valeurs fondamentales⁵⁵. L'absence à court et moyen terme d'engagements contractuels du passif permet aux fonds souverains de s'engager dans des investissements de long terme nécessaires au bon fonctionnement de l'économie⁵⁶. Cinq types de fonds peuvent ainsi être distingués selon la nature de leurs ambitions : les fonds de stabilisation, les fonds pour les générations futures (fonds d'épargne), les sociétés de placements de réserve, les fonds de développement, les fonds de réserve pour les retraites. Les fonds de stabilisation visent à protéger les pays qui les créent des conséquences néfastes d'une dépendance importante aux matières premières. Ce genre d'économie est exposée à plusieurs contraintes ce qui compliquent la mise en œuvre à long terme des politiques budgétaires et justifient l'adoption d'un fonds d'investissement public. Les matières premières ont un prix volatil, ce qui crée, des tendances baissières et haussières de ce prix, un mécanisme qui fausse la valeur des recettes futures d'exportation et donc du budget de l'Etat. En créant un fonds alimenté une fraction des recettes provenant de ces exportations, les économies en question amassent des ressources financières en période de croissance qui pourront être utilisées en cas de conjoncture difficile. Leurs avoirs doivent être majoritairement investis en titres liquides et peu risqués.

Les quatre autres types de fonds pourront au contraire s'engager dans des stratégies de plus long terme. Les fonds d'épargne ont vocation soit à gérer des ressources provenant de matières premières non-renouvelable afin de diversifier l'économie, soit, plus exactement, générer des flux de revenus qui pourront bénéficier aux générations futures. Ils sont donc traditionnellement investis à long terme dans des actifs de nature variée, tout comme les sociétés de placements des réserves qui ont pour mission de gérer activement des réserves de change afin qu'elles puissent fournir un surcroît de rémunération. Les fonds de développement servent généralement à financer des projets socioéconomiques ou à promouvoir des politiques industrielles propres à stimuler la croissance de la production

⁵⁴ Skander OUNAIES, *Op.cit.* Page 4.

⁵⁵ Idem

⁵⁶ Joëlle Paquet, *Op.cit.* janvier 2009. Page 3.

potentielle d'un pays, tandis que les fonds de réserve pour les retraites conditionnelles permettent enfin de faire face à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.

Parmi les fonds les plus réussis en adoptant une politique d'investissement à long terme est le fonds singapourien. Le fonds Temasek de Singapour a développé une philosophie originale de l'investissement à long terme fondée sur une conception des sources de la croissance à long terme dans les pays où il investit⁵⁷. Cette philosophie est réalisée sur quatre axes. Le premier concerne les investissements dans les secteurs moteurs de la transformation économique du pays. Le second, relatif aux investissements réalisés dans des entreprises dont le profit est tiré par la progression du pouvoir d'achat des classes moyennes. Le troisième, les entreprises ayant un bon positionnement dans les avantages comparatifs dynamiques du pays d'investissements. Le dernier axe concerne l'identification des champions émergents.

Section 3 : l'Allocation d'actif et la gestion des risques

La comparaison des fonds souverains aux autres acteurs de l'asset management exige une étude de leurs politiques en matière de gestion global d'actifs et les méthodes de gestion des risques.

1- Les modes de gestion des fonds souverains

Les véhicules d'investissements étatiques peuvent opter soit pour la gestion classique, soit pour la gestion alternative.

1-1 La gestion classique

La gestion classique des fonds souverains varie entre la gestion indicielle et la gestion active.

1-1-1 La gestion indicielle

Qualifiée aussi de mode passif d'administration. Le principe de cette gestion, c'est que le fonds cherche à réaliser les mêmes résultats que l'indice qu'il a pris comme référence (benchmark), quelle que soit son évolution. Cet indicateur est l'étalon de mesure de la

⁵⁷ ARTHUIS. J, MARINI. P « les fonds souverains : potentiels et conditions de partenariat », *in Revue d'Economie Financière*, numéro hors-série 2009, page363.

performance. Le fonds calcule un écart de suivi ex-post (tracking-error), afin de mesurer la qualité de répliation de l'indice écart. Un écart de performance de 1% maximum est toléré par les fonds indiciels.

1-1-2 La gestion active : deux variantes de gestion active sont distinguées ;

1-1-2-1 La gestion indicielle étendue (enchanced funds)

Les fonds à gestion indicielle sont étroitement liés à un indice. En utilisant une panoplie de choix de gestion (mode de répliation, surpondération d'une valeur, utilisation de dérivés, ...) les fonds peuvent s'écarter de l'indice de répliation cherchant à le battre, mais qu'il ne dépasse pas un écart de performance de 2%.

1-1-2-2 La gestion active à référence indicielle

Dans cette variante de gestion, les fonds peuvent s'écarter de l'indice de référence (benchmark) à des niveaux différents selon le choix de gestion. Deux techniques existent, le choix discrétionnaire (Security picking) et le momentum de marché (market timing) visant de permettre à ces véhicules de réaliser de meilleures performances que le benchmark.

1-2 La gestion alternative

Ici, l'indice de référence n'a plus de sens, parce que, la gestion alternative se fonde sur des performances positives quelles que soient les conditions de marché, c'est la performance absolue (absolute return).

Le mode de la gestion alternative est dominé par les fonds spéculatifs (hedge funds). Ils regroupent diverses stratégies d'investissement tournées vers l'ensemble des classes d'actifs. Outre, le capital investissement, les fonds immobiliers, le private equity qui diversifie le portefeuille des fonds souverains, les hedge funds⁵⁸ ont été la première cible des fonds souverains. L'intérêt donné aux gérants d'actifs classiques, hedge funds, private equity s'explique par deux raisons. Premièrement, les meilleures performances sont réalisées par les firmes anciennes qui ont acquises une solide réputation, la deuxième raison liée aux décisions unidirectionnelles par le fait de mimétisme des acteurs, conduisant à des analyses très semblables.

⁵⁸ Il s'agit soit des firmes indépendantes (Bridgewater Associates, Paulson and Co, Landsdowne Partners, Harbinger Capital Partners, Caxston Associates, Atticus Capital, Maverick Capital,...) soit des filiales bancaires (JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup Alternative Investments, Barclays Global Investors,...)

En effet, de nombreux investisseurs étatiques ont choisi une gestion référencée et cherchant à réaliser les mêmes résultats ou à battre les performances des benchmarks qui sont généralement choisis par les gérants d'actifs traditionnels⁵⁹.

Le tableau ci-dessus donne certains indices de références choisis par les fonds souverains.

Tableau n° 19 : Exemples de benchmark choisis par des fonds souverains

Fonds souverains	Actions	Obligations
China Investment Corporation	Retour net de 300 points de base (pb) au-dessus du MSCI All country index for global equities. 200 pb au-delà de l'EAFE. 300 pb au-dessus du MSCI AM Asie hors Japon. Benchmark suggéré par le manager.	150 points de base au-dessus du JP Morgan EMBI Global.
Kuweit Investment Authority	Surperformer l'indice MSCI Global Index.	
Norway Bank Investment Management	Indices FTSE grandes valeurs et petites valeurs des pays destinataires d'investissement.	
Arabie Saoudite SAMA Foreign Holding	S&P 500, MSCI (Europe et Global), Tse (Japon)	JPM Global Bond Index, 3 month Libor (liquidités/depots)
Korea Investment Corporation	MSCI World Equity	Lehman Global Bond Index (repris par Barclays)
Singapore GIC	MSCI World Equity	Lehman Global Bond indices.
Kazakhstan National Fund	MSCI World Equity	Merrill lynch 6 months T-Bill Index, Salomon world

⁵⁹ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY, Op.cit. 2011, page97.

		government Bond index.
Alaska permanent Fund	S&P 500, Russell 1000, Russell 2000, MSCI EAFE, EM.	
Alberta's Heritage Fund	S&P, TSX Composite Index (Canada), S&P 1500 Index (Etats-Unis), MSCI EAFE.	Scotia Capital Universe Bond Index.

Source : Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY : « les fonds souverains », Ed ECONOMICA, Paris, 2011, page98.

2- Allocation d'actifs diversifiée

Des études ont montré que, sur une période de soixante ans (entre 1945 et 2006), le rendement d'un portefeuille composé d'actifs de court terme, liquidités à faible risque mais sans risque (dépôts, bons de trésor et obligations d'Etat) a été inférieur à 1% par an, pendant qu'un portefeuille investi à 60% en actions et 40 % en obligations a rapporté sur la même période 6% par an environ⁶⁰.

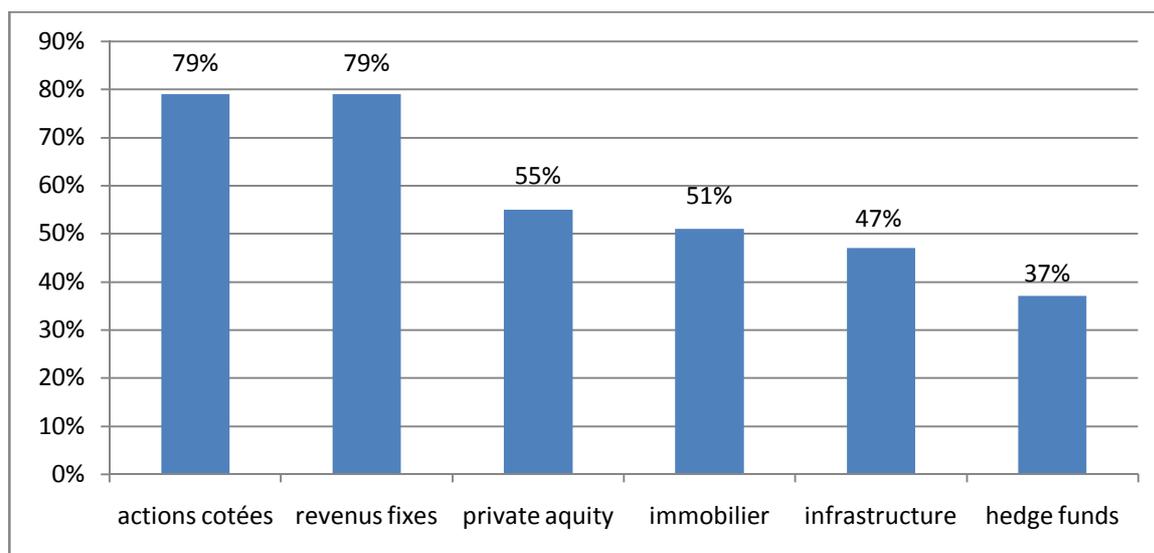
L'origine de l'épargne de fonds souverains joue aussi un rôle important dans la composition de portefeuille. Il existe deux catégories de fonds souverains du point de vue de la nature de la source de financement. Les plus anciens sont alimentés de l'épargne tirée de la vente des ressources naturelles, et les plus récents (à l'exception des deux fonds de Singapour qui datent de 1974 et 1981) sont alimentés de transfert d'une partie des réserves de change. Pour la première catégorie, il faut privilégier la détention d'actifs négativement corrélés avec les facteurs de risque des ressources dont le fonds tire le capital à investir. Inversement, pour la deuxième catégorie, importateurs de matières premières doivent se couvrir contre une hausse des cours, en investissant dans des actifs étroitement corrélés avec les prix des matières premières. Globalement, les fonds souverains investissent dans des instruments à revenus fixes, d'actions et d'actifs alternatifs (private equity, immobilier et hedge funds). Le tableau et le graphique suivants donnent une image sur les tendances en matière d'investissement des fonds souverains.

⁶⁰ Caroline Bertin Delacour, *Op.cit.* 2009, page 39.

Tableau n°20 : Proportion des fonds souverains investissant dans les différents actifs financiers

Classes d'actifs	Proportion des fonds souverains (en %)
Actions cotées	79
Revenus fixes	79
Private equity	55
Immobilier	51
Infrastructure	47
Hedge Funds	37

Source : Mlle Bouchakour : «création et gestion d'un fonds d'investissement : cas fonds souverains » Université Mouloud MAMMRI, 2009, page 57.

Graphique n° 8 : Proportion des fonds souverains investissant dans chaque classe d'actif

Source : Mlle Bouchakour : «création et gestion d'un fonds d'investissement : cas fonds souverains » Université Mouloud MAMMRI, 2009, page 58.

Le graphique montre la domination des deux classes d'actifs en actions et revenus fixes dans les portefeuilles des fonds souverains (79%). Il montre aussi, l'attrance de ces fonds vers les investissements alternatifs (private equity 55%, Immobilier 51%). D'autres classes (infrastructures et hedge funds) prennent de plus en plus place dans leurs portefeuilles.

3- La gestion des risques par la diversification

Les fonds souverains se protègent contre les risques de marché en optant pour une règle à deux volets, multipolaires et multi sectorielle.

3-1 Une présence multipolaire

Les investissements des fonds souverains se répartissent sur l'ensemble des continents et sur plusieurs pays. Nous allons essayer de voir différents fonds et comment y procéder.

3-1-1 Une diversification spatiale

3-1-1-1 Le cas du fonds norvégien le Government Pension Fund Global

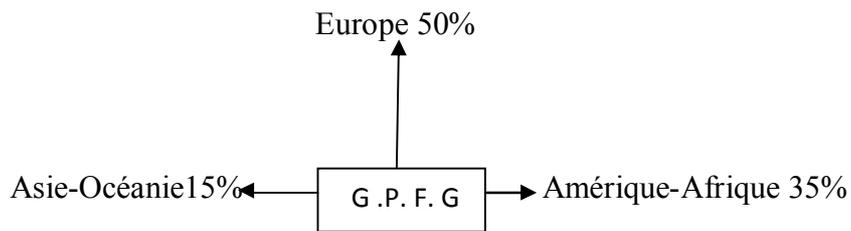
Le fonds norvégien dont le nom officiel est le Government Pension Fund Global, administré par le NBIM (le Norges Bank Investment Management a pour mission de réaliser des gains maximum par rapport au risque encouru⁶¹.

La gestion de fonds norvégien se base sur la réalité norvégienne, où l'industrie ne représente que 21% des emplois, les services publics et les services privés couvrent l'essentiel de l'activité⁶², d'où la nécessité d'orienter la totalité des investissements à l'étranger.

Le schéma ci-dessus illustre la répartition des investissements de GPF-G dans le monde. La moitié de ses investissements (50%) est consacré pour le continent européen pour deux raisons, le rapprochement géographique et pays qui ont des cultures proches.

⁶¹ Mehmet CANER, Thomas GRENNES : « le fonds souverains norvégien » in revue d'économie financière hors série 2009, page124.

⁶² HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.cit.* 2010, 129.

Schéma n°11 : la répartition des investissements de GPFG dans le monde

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains, une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris 2010, page 130.

3-1-1-2 Le cas de fonds d'Abu-Dhabi MUBADALA

C'est le second fond de l'Emirat derrière ADIA, mais en matière de diversification spatiale est le plus appréciable.

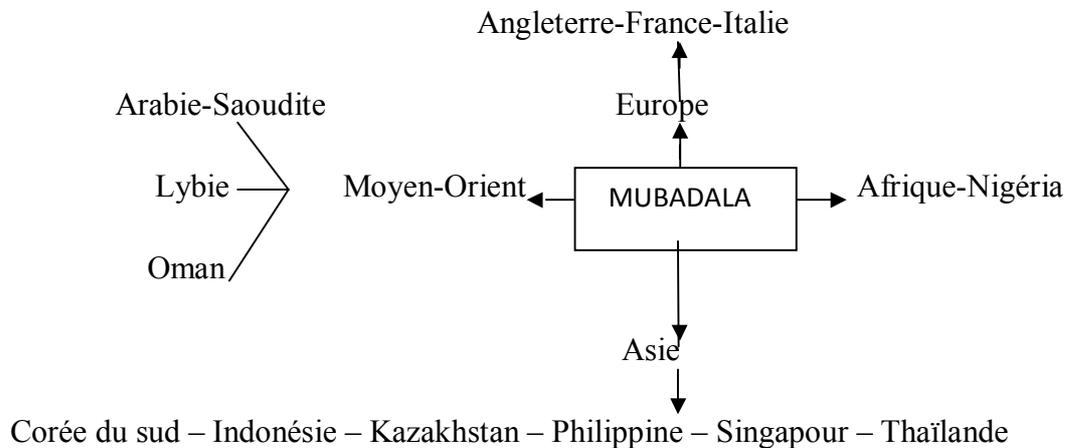
MUBADALA cherche des retombées concrètes lorsqu'il investit à l'étranger, ne se contentant pas de simples rendements financiers. Lorsqu'il investit dans le groupe Européen EADS, il est envisagé en retour de construire à Abu Dhabi une usine de composants aéronautique, un centre de recherche d'ingénierie et de recherche⁶³. La signature d'un accord de partenariat en octobre 2008 avec VEOLIA Eau, il a détenu à hauteur de 49% et aura en Charge la collecte et le traitement des eaux usées au Moyen-Orient⁶⁴. Aussi, lorsqu'il investit dans le groupe américain LABCORP, il est prévu de construire à Abu Dhabi, un laboratoire d'imagerie médicale pour la détection des cancers et des maladies cardiovasculaires.(la liste n'est pas exhaustive)

Le schéma suivant illustre la présence de ce fonds dans les quatre coins de monde, malgré sa faiblesse financière.

⁶³ HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.cit.* 2010, page 130.

⁶⁴ Idem.

Schéma n° 12 : MUBADALA dans le monde



Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains, une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris 2010, page 131.

3-1-2 Une répartition des rôles

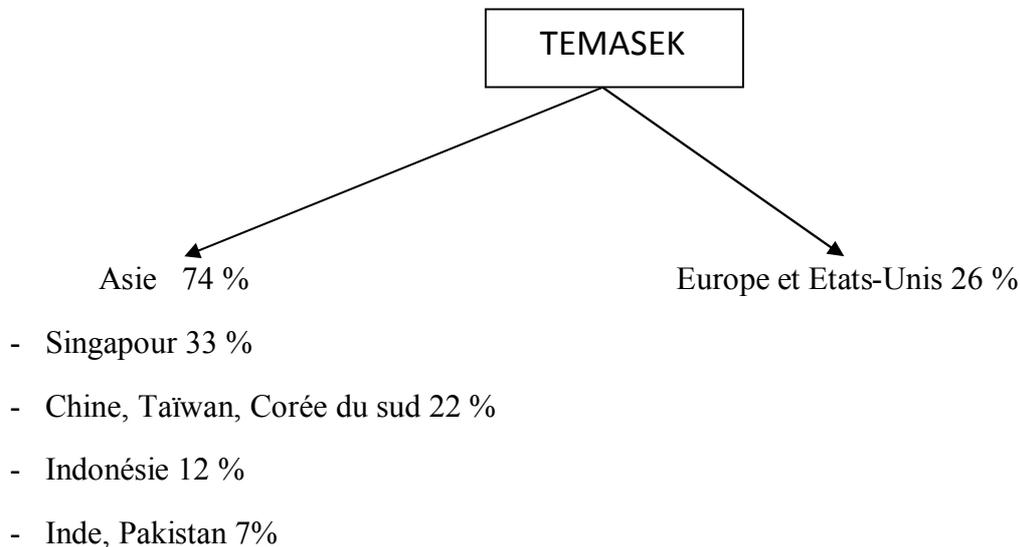
Ici, nous allons voir comment certains pays ont créés plusieurs fonds et accorder à chaque fonds un rôle. Le meilleur exemple à étudier pour confirmer la thèse de répartition des rôles est bien Singapour représenté par ses deux fonds; TEMASEK Holding et GIC, le premier focalise ses investissements sur les marchés asiatiques et le deuxième en dehors de l'Asie (européen et américain).

3-1-2-1 TEMASEK: investit majoritairement en Asie

Du fait qu'il n'est pas directement financé par des excédents commerciaux ou budgétaire, qualifié par certains de non souverain. Néanmoins, le FMI, SWF Institute et beaucoup d'autres institutions le considère comme tel. TEMASEK est le fonds le plus ancien de Singapour, créé en 1965. Il intervient via ses filiales: Orchard Energy Ltd, Fullerton Financial Holding et Aspen holding. Sa stratégie est la suivante : investir dans l'économie

domestique du pays (33 %) ⁶⁵ et investir dans les entreprises internationales connues pour leur compétitivité (67 %).

Schéma n° 13 : TEMASEK dan le monde



Le schéma ci-dessus montre la répartition des investissements de ce fonds. Nous constatons qu'il privilège l'Asie avec 74 % par rapport aux autres régions de monde

3-1-2-2 G.I.C investit majoritairement hors d'Asie

Il est alimenté par les excédents de l'Etat générés d'une croissance économique forte et pérenne. En Amérique, 80 % des investissements de G.I.C sont réalisés aux Etats-Unis ⁶⁶, en Europe, 20% au Royaume Uni comme il est présent en Finlande et l'Italie dans les centres commerciaux, en France et l'Allemagne dans l'hôtellerie et les gratte-ciels ⁶⁷. Enfin, en Asie près de 50% au Japon ⁶⁸.

La répartition en zones géographiques était, fin 2008, la suivante :

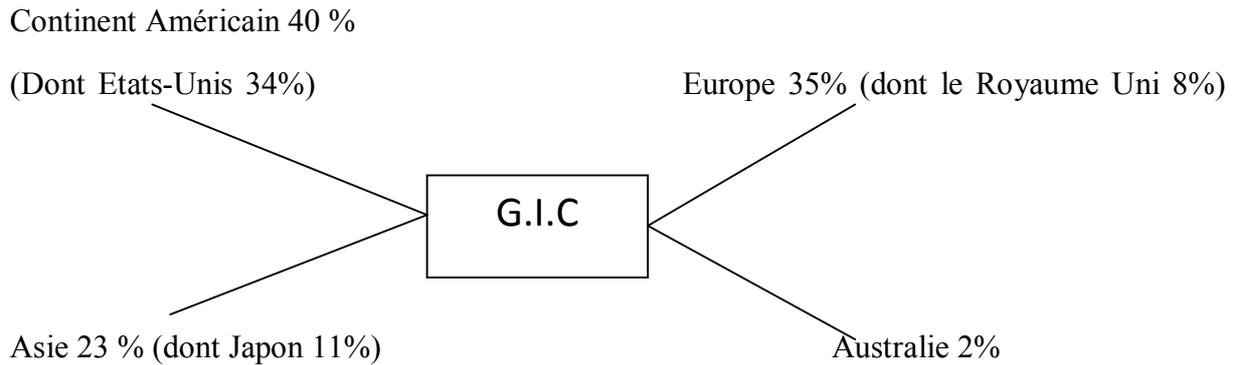
⁶⁵ HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.cit.* 2010, page 130.

⁶⁶ HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.Cit.* 2010, page132.

⁶⁷ Idem

⁶⁸ Ibidem.

Schéma n° 14 : la répartition géographique de GIC



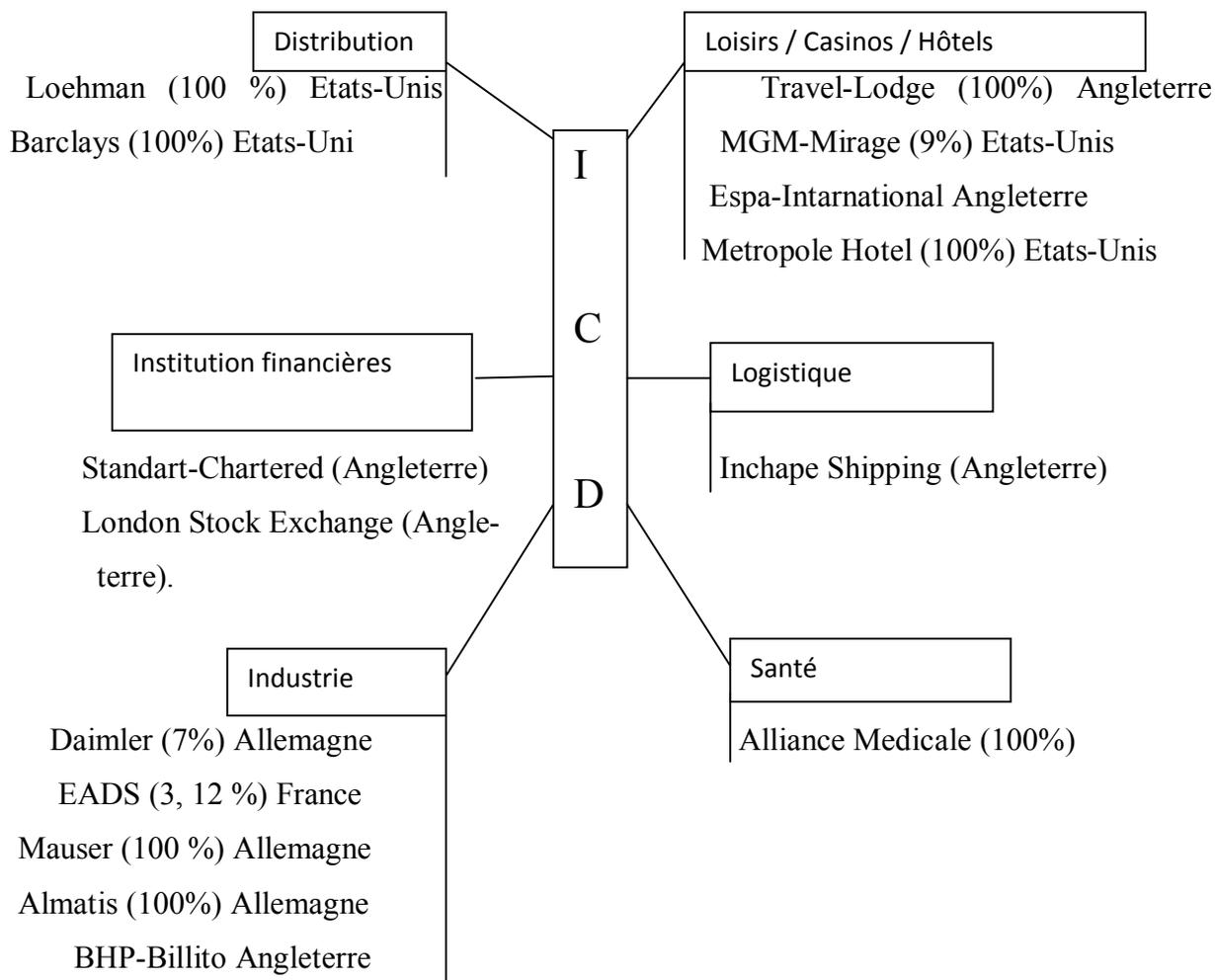
Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page132.

3-2 Une diversification multisectorielle

Pour compléter l'analyse spatiale que nous avons vue, nous allons la poursuivre par une analyse sectorielle. Cette analyse peut se vérifier sur deux niveaux. Premièrement, une vue globale sur les secteurs qui ont bénéficiés des investissements des fonds souverains (voir section 2, la stratégie sectorielles des fonds souverains). Ici, nous allons nous concentré sur les investissements réalisés par six fonds.

3-2-1 diversification sectorielle d'I.C.D (Dubai International Capital)

En 2009, plus de 80 milliards de dollars sont répartis entre les secteurs suivants : la distribution, les institutions financières, les loisirs, l'industrie, la santé et la logistique. Le schéma ci-dessus illustre bien cette diversification :

Schéma n° 15: diversification sectorielle de I.C.D

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page138.

D'après ce schéma, quatre pays bénéficient des investissements d'I.C.D : les Etats-Unis, l'Angleterre, l'Allemagne et la France.

3-2-2 la diversification sectorielle du fond Chinois SAFE

Ses actifs estimés à plus de 300 milliards de dollars. La « state administration of Foreign Exchange » investit essentiellement dans deux secteurs : les institutions financières et l'énergie. Le tableau suivant montre d'une façon approximative les participations de ce fonds.

Tableau n°21: prises de participation de SAFE

Institutions financières	Energie
- National Australia Bank 0, 3%	-BP Royaume Uni 1%
- Commonwealth Bank of Australia 0,3%	-Total France 1,6 %
- Australian and New Zealand Banking Group 0,3%	-Royal Deutch Schell 1%
- Visa Inc 1% Etats-Unis	-BG Group, 0,7% Royaume Uni
- Aviva Assurances à 1% Royaume Uni	

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page138.

Nous constatons que la grande partie de l'investissement de ce fonds se réalise dans le monde Anglo-Saxon.

3-2-3 la diversification sectorielle du fond norvégien G.P.F.G

Malgré l'image qu'il a connu pour sa transparence, il communique peu d'information et la composition de son portefeuille reste discrétionnaire⁶⁹. Le fonds norvégien ne dépasse pas 10% du capital des sociétés investies, mais pour la plupart des experts, le taux de participation est inférieur à 1% (la moyenne est de 0,6%)⁷⁰. La plupart de ses investissements sont fait à l'étranger et dans de grandes entreprises (fin 2008, Il participait dans plus de 3500 sociétés).

Tableau n°22 : les investissements de G.P.F.G EN 2008 :

L'entreprise	La valeur de la participation
Total	1089 millions d'euros
BNP Paribas	620 millions d'euros
Asea	48 3 millions d'euros
Suez	477 millions d'euros
Sanofi Aventis	452 million d'euros

⁶⁹ Mehmet CANER, Thomas GRENNES, *Op.cit.* page125.

⁷⁰ HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.cit.* 2010, page139.

Société Générale	344 million d'euros
Carrefour	273 millions d'euros
Vivendi	219 millions d'euros
France Télécom	205 millions d'euros
L'Oréal	169 millions d'euros

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page139.

Le tableau ci-dessus montre clairement, la présence quasi-totale des entreprises françaises (CAC 40) dans le portefeuille de GPFG.

3-2-4 la diversification de TEMASEK (Singapour)

Fin 2008 début 2009, 8 secteurs ciblaient par les participations de ce fonds, regroupant 29 opérations⁷¹. Les secteurs identifiés sont : Finance, Energie et Utilités, Technologie, Télécommunication, Santé, Industrie, Biens de consommation et matériaux.

Schéma n°16 : prise de participation de TEMASEK

Finances

PT Bank (59%) Indonésie	TEMASEK
PT Bank International Indonesia (34%) Indonésie	
Lai Hung Holding (20%) Chine	
Bank of China (15,5%) Chine	
China construction Bank financial (6%) Chine	
I.C.I.C.I Bank (8,5%) Inde (Fulleton Financial Holding)	
Standart Chartered Fulleton Financial (19%) Royaume Uni	
Hana Financial group Inc Finance (8,7%) Corée du Sud	
Merryll Lynch (13,7%) EtatsUnis	
Barclays Bank (3,1%) Royaume UNI	

⁷¹HENRI-LOUIS VEDIE, *Op.cit.* 2010, page140.

Energie et Utilités

Orbacom system inc (70%) Etats-Unis
 TKU Australia ltd (100%) Australie
 GPU Powernet pty (100%) Australie
 LG Power col td (50,1%) Corée du Sud
 Enron Teesithe opérations ltd (100%) Royaume Uni
 Samsung général chem water (100%) Corée du Sud
 SP Powernet pty ltd (100%)

Technologie

I direct technologie (100%) Etats Unis
 Miltope group inc (100%) Etats Unis
 Equinix Inc (11,8%) Etats Unis
 Moream inword (8,8%) Chine
 Intercatell AG (8,7%) Australie

Telecommunication

Ripple systems pty ltd (70%) Australie
 Global Crossing ltd (53%) Bermudes
 Shin corporation (42%) thaïlande

Santé

Vital Inc (12,71%) Etats Unis

Industrie

Citic ressources holding (10%) Chine

Biens de consommations

Xinu Hengdeli Holding (16,3%) Chine

Matériaux

Sino-Forest Corp. (13,2%) Canada

TEMASEK

Source : HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page141.

D'après ce schéma nous constatons ce qui suit :

i- le secteur financier concerne six pays : Indonésie, Chine, Inde, Royaume-Uni, Corée du Sud, et les Etats Unis. Les participations varient entre 3% (Barclays) et 59% (PT Bank). Le nombre d'opérations varie aussi d'un pays à l'autre ; 3 pour la Chine, 2 pour le Royaume-Uni, 2 pour l'Indonésie, ...etc.

ii- le secteur de l'Energie et des utilités, au total sept opérations ont été répertoriées ; 3 en Australie 2 en Corée du Sud, le Royaume Uni et les Etats-Unis. Cinq opérations ont atteint 100% du capital et les deux autres sont supérieurs à 50%.

iii- le secteur des Télécommunication a bénéficié de trois opérations identifiées dans trois pays (Australie, Bermudes et Thaïlande). Les participations sont entre 40% et 70%. Les derniers secteurs (santé, Industrie, Biens de consommations et matériaux), les participations sont comprises entre 10% et 17%.

Ce fonds donne un bon exemple d'une diversification totale (spatiale et sectorielle).

3-2-5 la diversification sectorielle du GIC (Singapour)

Au contraire de TEMASEK, toutes les participations répertoriées n'ont pas franchies 20% du capital (sauf Myer Melbourne dans le secteur de grande distribution qui atteint 100% et Beijing Capital International airport co. Atteignant 21%).

GIC investit dans 8 secteurs d'activités ; Industrie, Immobilier, Finances, Grande distribution, Energie, Infrastructures, Logiciel Télécommunication.

Le schéma ci-dessous montre clairement comment GIC a bien réparti ses investissements.

Schéma n°17 : prise de participation de GIC

Industrie

Premier Shangai Machinery (3%) Chine
Bengang Steel Plates CO LTD (8,2%) Chine
Gravity co ltd Dept RCPT (18%) Corée du Sud
Tripod Technology corp (5,6%) Taiwan
China Building Material co (6,2%) Chine
Looking Holding ltd (6,1%) Chine
Synergy Holding Income (7,1%) Etats-Unis

G.I.C

Grande distribution

Lian Thua Supermarket Holding (6%) Chine
Li Nuig co ltd (10%) Chine
West Quay Shopping centre (5%) Royaume Uni
Myer Melbourne (100%) Australie

Immobilier

Brixton (10%) Royaume Uni
P.L.C (8,6%) Royaume Uni
British Land co (7,1%) Royaume Uni
Liberty International PIC (5%) Royaume Uni
Gred Portland Estates (2,9%) royaume Uni
GPI (7,8%) Australie

Finances

Beijong Capital ltd (16%) Chine
RREEF Commercial Trust (9,9%) Chine
Champion real Investment (5,7%) Chine
UBS (7,9%) Suisse
Thakral Holding Group (13%) Australie

Energie

Dong Frang Electric corp ltd (6,9%) Chine
Sinopec Shangai Petro Chemical (7%) Chine
A.E.I (11%) États-Unis

Infrastructures

Amant Raj Industried ltd (6,3%) Inde
Beijing Capital International airport co. (21%) Chine

Logiciel

Kingsoft Corporation (15%) Chine

Télécommunication

CITIC (8%) Chine



Source: HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page143.

3-2-6 la diversification du fonds abudhabien MUBADALA

Ce fonds se présente dans plusieurs secteurs (les secteurs identifiés sont en nombre de huit (Voir le tableau n°23). Le tableau ci-dessus détaille les secteurs d'activités choisis par le fonds ainsi que les entreprises ciblées de chaque secteur.

Tableau n° 23 : les secteurs ciblés par le fonds MUBADALA

Secteur	Entreprise
Aéronautique	Rolls Royce EADS Finmeccanica Piaggion Aero Industries SPA (35% du son capital)
E.A.U	VEOLIA
Energie	Occidental Corporation OXY Total
Formation	Univessité Paris Sorbone INSEAD
Immobilier	Kor Hotel, Related Company, John Buck Company, Poltrona Rau Gevu
Santé	Imperial College London Laboratory Corporation of america
Automobile	Ferrari (5%) Lease Plan
Technologie	EDS Advanced Micro Devices

Source: HENRI-LOUIS VEDIE : « les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises » Ed ESKA, Paris, 2010, page145.

4- la gestion des risques en tant que processus continu

Le sous-comité en charge des risques a proposé un processus conforme au standard de l'industrie de l'asset management. Ce processus est composé de trois étapes : la phase

préalable à l'investissement, la mise en œuvre de celui-ci et enfin le suivi de cet investissement⁷².

4-1 la phase préalable (pre-trade)

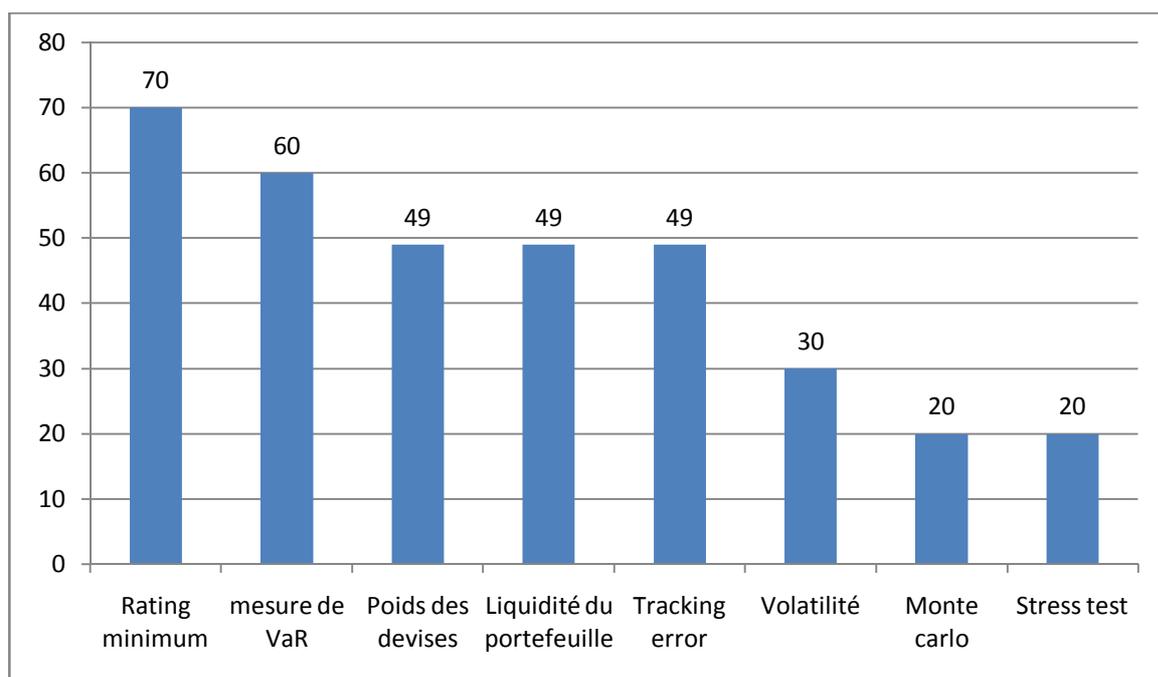
Il s'agit de déterminer les objectifs et le cadre de la gestion des risques :

i- Quel niveau de risque accepter ?

ii- Quelle sera l'allocation stratégique optimale ?

iii- Quelle exposition en terme d'alpha ? (l'alpha mesure sur la surperformance d'un portefeuille, d'une action ou d'un titre par rapport à sa performance théorique. Il mesure la capacité d'un gestionnaire à créer de la valeur pour ses clients en étant capable de détecter les titres qui rapportent plus qu'ils ne devraient compte tenu de leur risque et ce pour une période donnée).

Graphique n°9: Instrument de suivi des risques utilisés



Source : ROCCHI. J.M, RUIIMY. M : « les fonds souverains », Ed ECONOMICA, Paris, 2011, page 116.

Selon International Working Group, les fonds souverains utilisent tout un ensemble d'instruments pour évaluer le risque comme nous le voyons dans le schéma précédent, les plus utilisés sont la notation financière et le recours à la *Value-at-Risk* (VaR), ensuite le poids

⁷² Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIIMY, *Op.cit.* 2011, page 113.

des devises et la liquidité du portefeuille, la tracking error. Enfin les moins utilisés les instruments Monte Carlo et stress test. Une fois cette étape est achevée, la décision d'investissement sera mise en œuvre (trade-implementation).

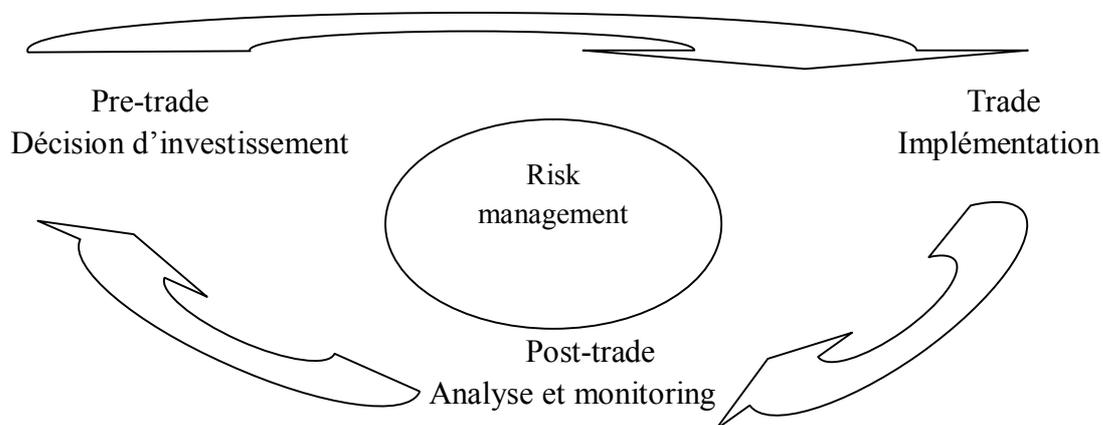
4-2 la mise en œuvre de la décision d'investissement (trade-implementation)

Après avoir terminé de la première étape (déterminé le niveau de risque autoriser, l'allocation stratégique et l'exposition en terme d'alpha), les gérants de fonds procéderont à la mise en application de l'investissement.

4-3 analyse des risques et suivi du portefeuille (post-trade analysis and monitoring)

Cette phase assure un retour d'expérience (*feedback*) entre l'après investissement et l'allocation décidée. Plusieurs sujets peuvent être abordés dans cette étape, des sujets relatifs aux performances (nettes, par rapport à la concurrence, position par rapport au benchmark,...), à l'exposition réelle, à la détention de cash, à la résilience des portefeuilles face à l'inflation.

Schéma n°18 : schéma récapitulatif des trois étapes



Source : Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY : « les fonds souverains », Ed ECONOMICA, Paris, 2011, page 113.

Conclusion

En conclusion à ce chapitre, nous dégageons les conclusions suivantes :

- Généralement les fonds souverains favorisent l'investissement de long terme et des supports d'investissements conventionnels.

- Les fonds souverains ont diversifié leurs portefeuilles, soit par classe d'actifs, soit par secteur d'activité avec la prise en compte de la capacité d'absorption de leurs économies nationales.

- L'acceptabilité de risque varie d'un fonds à l'autre. Certains fonds optent pour des stratégies prudentielles, cependant, d'autres acceptent plus de risque et manifestent plus d'agressivité.

- Les fonds souverains suivent des stratégies de diversification des risques, soit à partir d'une diversification multipolaire, soit à partir d'une diversification multisectorielle ou en adoptant un processus composé de trois étapes.

CHAPITRE III

LA DIVERSITE DES FONDS D'INVESTISSEMENT INSTITUTIONNEL ET LEURS STRATEGIES

Introduction

Les investisseurs institutionnels sont des acteurs majeurs des marchés financiers américains et européens. L'importance des « ZINZINS » inhérente au volume d'actifs qu'ils gèrent et leurs prises de participations dans le capital des sociétés cotées : de 30 000 milliards de dollars en 1998⁷³, ils ont atteint, à la fin 2006, environ 62 000 milliards de dollars⁷⁴. La déréglementation financière, l'évolution favorable de la fiscalité de l'épargne ainsi que l'incertitude pesant sur le financement futur des retraites. Les « zinzins » se caractérisent par leur diversité, tant du point de vue de leurs statuts juridique que de leurs stratégies.

Nous allons les distinguer à partir de leurs investissements, des objectifs qu'ils poursuivent et les risques relatifs à leur gestion. Si on privilégie les investisseurs institutionnels, on parle automatiquement des fonds de pension et les fonds mutuels. Deux autres fonds apparaissent si on s'intéresse à l'aspect spéculatif de leurs gestion, appelés fonds alternatifs, avec les *hedge funds* et *private equity*.

Le présent chapitre sera scindé à trois sections, la première sera consacrée à l'étude des différents fonds d'investissement institutionnel. Quant à la deuxième et la troisième section nous avons choisi d'étudier les stratégies de deux fonds à savoir, les fonds de pension et les hedge funds. Nous avons choisi ces deux fonds pour deux raisons : le premier est le plus important en matière des actifs gérés et le deuxième pour leur dynamisme sur les marchés financiers en se spécifiant par les stratégies qu'ils utilisent.

Section 1 : les fonds des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels regroupent quatre types d'investisseurs: les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les hedge funds⁷⁵.

Cette section est consacrée pour décrire les quatre types d'investisseurs institutionnels qui feront l'objet de notre comparaison.

⁷³ Plihon, D, Ponssard, J. P : « la montée en puissance des fonds d'investissement ; quels enjeux pour les entreprises ? », Ed la documentation française, Paris, 2002, page 17.

⁷⁴ Encyclopédie Universalis 2012.

⁷⁵ LAVIGNE Stéphanie : « l'industrie des fonds de pension ; les investisseurs institutionnels américains », ED L'Harmattan, Paris, 2004. P. 17.

1- Les fonds de pension

L'expression « fonds de pension » a été assimilée par le langage courant et largement employée sans être définie de façon stricte. Il s'agit d'une notion polysémique recouvrant un grand nombre de situation et d'intérêt qui sont à la fois sociaux, économiques et juridiques⁷⁶. L'objet des fonds de pension est social, parce qu'ils permettent aux salariés de se constituer un complément de retraite. Leur objet est aussi économiques, car ils soutiennent le dynamisme de l'économie et facilitent l'orientation des investissements vers l'épargne longue et le financement des sociétés. Enfin, ces fonds présentent des aspects juridiques originaux et variés.

Fin 2006, l'encours des trois cents plus importants d'entre eux était de l'ordre de 700 milliards de dollars. Les plus connus de ces fonds sont : CaLPERS, Fidelity, Scottish Widicus⁷⁷.

1-1 définition des fonds de pension

Les fonds de pension se sont surtout développer dans les pays qui pratiquent les systèmes de retraite par capitalisation, en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Au contraire, dans les pays d'Europe continentale, où priment les systèmes de retraite par répartition, l'activité de ces fonds reste faible (à l'exception des Pays-Bas, la suisse et l'Irlande).

Un fonds de pension est une institution financière non bancaire chargée de collecter, de détenir et d'investir des actifs en vue d'assurer le paiement de prestations futures à ses adhérents. Ils sont des dispositifs organisés par les entreprises privées ou publics au profit de leurs salariés.

Les fonds de pension perçoivent des cotisations salariales ou patronales, les gèrent par capitalisation et, au moment de départ des affiliés, leur versent des prestations sous forme de rente ou de capital. Contrairement, à l'épargne salariale qui vise à associer les salariés au développement de l'entreprise, les fonds de pension ont pour but de favoriser la constitution d'une épargne pour la retraite.

⁷⁶Grosjean. P : « fonds de pension et marchés financiers internationaux », Ed L.G.D.J, Paris, 2006, page 1.

⁷⁷ VEDIE.H.L, *Op.cit.* 2010, page 27.

1-2 les types des fonds de pension

On distingue deux types de fonds de pension, soit selon un régime à prestations définies ou à cotisations définies.

1-2-1 les fonds à prestation définies (DB)

Ils sont financés en général par l'employeur, et ils s'engagent à verser aux adhérents lors de leur départ en retraite une pension égale à une fraction de leur salaire, sur la base du nombre d'année d'ancienneté. Il existe deux façons pour calculer la pension versée : soit en pourcentage du salaire, soit un montant forfaitaire par année travaillées. L'entreprise assume les risques financiers, et doit couvrir des insuffisances de financements éventuelles.

1-2-2 les fonds à contributions définies (DC)

Dans ce type de fonds, le financement s'effectue de façon mixte (cotisation salariales et patronales) et l'engagement ne porte que sur les cotisations, alors que les prestations ne sont pas fixées d'avance. Les adhérents bénéficieront des pensions en fonction des rendements obtenus sur les placements, et c'est eux qui assument la totalité du risque.

Les dispositifs à cotisations définies du secteur privé sont appelés des plans 401 (K) en référence au numéro de l'article du code fiscal qui autorise les exemptions fiscales sur le financement de ce type de plan. La cotisation du salarié s'élève en moyenne à 6% de son salaire, et l'employeur n'est pas obligé de compléter les cotisations salariales.

2- les fonds mutuels

A l'origine les fonds mutuels sont américains, plus précisément canadiens. Vu leur popularité et leur grande accessibilité, nombreux sont ceux qui les considèrent comme des placements simples et peu risqués.

2-1 définition des fonds mutuels

Le fonds mutuel se définit comme un fonds réunissant des capitaux provenant d'un grand nombre d'épargnants et gérés pour leur compte par un gestionnaire professionnel. La stratégie est déterminée à partir des objectifs poursuivis par le fonds, c'est-à-dire, le gestionnaire de fonds utilise les sommes collectées pour souscrire des actions, des obligations

ou d'autres titres en fonction des objectifs particuliers de placement qui ont été fixés pour le fonds. En contrepartie des sommes investies, les épargnants reçoivent des parts qui représentent leur quote-part de l'ensemble de l'avoir du fonds. Des frais sur les services d'administration et la gestion du portefeuille de chaque épargnant sont facturés en fonction de la valeur de l'avoir du fonds.

Les fonds mutuels sont des titres de placement continu, ceci signifie que les nouveaux épargnants peuvent entrer dans le fonds et les épargnants existants peuvent demander le rachat de leurs parts, à n'importe quel moment. Lorsque la part d'un épargnant est rachetée, il recevra un chèque dont le montant est calculé en fonction de la valeur au cours du marché du portefeuille du fonds.

2-2 les types de fonds mutuels

Les fonds mutuels sont classés en fonction de leurs objectifs de leurs placements⁷⁸. Certains préfèrent les actions, les obligations, les instruments du marché monétaires ou d'autres produits financiers. Comme ils peuvent s'intéresser soit au marché national, soit le marché des autres pays, d'autres se spécialisent dans des secteurs donnés. Certains ciblent les placements à faible risque, alors que d'autres possèdent des valeurs plus risquées.

On distingue quatre familles de fonds mutuels : les fonds à revenu fixe, les fonds mixtes, les fonds d'actions et les fonds à caractère social.

2-2-1 les fonds à revenu fixe

Ce sont principalement ceux du marché monétaire, titres à court terme tels que les bons du trésor, du marché obligataire, portefeuille composé d'obligation d'Etat, et ceux du marché hypothécaire (constitué de placements hypothécaires). Les fonds à revenu fixe visent à procurer aux épargnants une rentrée régulière de revenus moyennant un risque faible.

2-2-2 les fonds indiciels

Ces fonds investissent dans un ensemble de titres choisis de façon à représenter un certains indice cible ou indice de référence, comme l'indice composé de S&P/TSX.

⁷⁸ Anonyme : « les fonds mutuels : ce qu'il faut savoir », autorité canadienne en valeur mobilière, avril 2006.
Page 3.

2-2-3 les fonds d'action

Ce sont des fonds commun de placement, où les fonds d'actions ordinaires sont très dominants, mais ils peuvent donner lieu à des fonds spécialisés, c'est-à-dire, des fonds géographique concentrés dans un pays, ou un continent, des fonds sectoriels où l'investissement sera déterminé à partir d'un secteur d'activité précis tel que la haute technologie, la santé, les télécommunication, les ressources naturelles, etc. la diversification diminue le risque, mais ne l'annule pas.

2-2-4 les fonds à caractère social

Ils sont représentés essentiellement par les fonds éthique. Les critères de rentabilité et/ou de sécurité ne sont plus les facteurs qui déterminent la décision d'investir ou non, mais plutôt des critères moraux. Le principe de ces fonds c'est d'éviter les investissements immoraux dans les entreprises liées aux industries du jeu, de l'alcool, du tabac, de l'armement ou de la pornographie.

L'objectif recherché est de réaliser des rendements financiers tout en contribuant à la construction d'un monde meilleur. Les épargnants demandent aux gestionnaires de portefeuille d'ajouter à l'analyse financière une évaluation des dimensions sociales et écologiques des politiques des entreprises dont ils souhaitent investir.

3- les organismes de placement collectif des valeurs mobilières (OPCVM)

Les OPCVM sont des portefeuilles de valeurs mobilières (actions, obligations, etc.). Ils sont gérés par des professionnels (sociétés de gestion) et détenus collectivement par l'ensemble des investisseurs ayant investis de l'argent. La part de responsabilité de chaque investisseur est déterminée par le pourcentage de détention d'actifs au sein de cette structure.

Il existe deux types d'OPCVM : les SICAV (société d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement).

3-1 les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)

Une SICAV est une société anonyme qui a pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et de liquidités, dont les actions sont émises et rachetées à

tout moment et à la demande de tout souscripteur ou actionnaire. Un investissement en OPCVM présente différents avantages⁷⁹ :

- La grande diversité de produits proposés vous permet de trouver la réponse à vos objectifs et au niveau de risque que vous acceptez de prendre.
- Vous pouvez souscrire des parts ou actions d'OPCVM pour un montant unitaire correspondant à vos possibilités d'investissement.
- Vous pouvez avoir accès à une large palette d'instruments financiers et de marchés financiers français et internationaux.
- L'orientation de placement (objectif et politique d'investissement) est précisée dans le prospectus et le DICI (document d'information clé pour l'investisseur) de l'OPCVM.

3-2 les fonds commun de placement (FCP)

Un fonds commun de placement est copropriété de valeurs mobilières et de liquidités, dont les parts sont émises et rachetées à tout moment à la demande de tout souscripteur ou porteur de part. Un FCP n'a pas une personnalité morale.

4- les fonds alternatifs

Ils tirent leur nom de leur gestion qui est une gestion alternative. Cette méthode de gestion suppose diversité des techniques de gestion et diversité des supports. Les fonds alternatifs investissent dans un grand nombre de produits tels que les actions, les obligations, les matières premières, les devises et aussi les placements immobiliers et les œuvres d'art. Ces fonds sont des fonds spéculatifs où on distingue deux grandes familles : les *hedge funds* et les *private equity funds*.

4-1 les *hedge funds*

L'expression *hedge funds* est appliquée pour la première fois en 1956 à un fonds d'investissement que gère Alfred Winslow Jones depuis 1949. Ce fonds combine des positions de vente et d'achat de titres pour couvrir l'exposition de son portefeuille aux évolutions du marché.

⁷⁹ Autorité des marchés financiers : «l'investissement en OPCVM : SICAV et FCP », place de la bourse, Paris, Octobre 2012. Page 3.

Selon l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV), aucune des vingt grandes places mondiales en matière de gestion d'actifs n'a adopté de définition légale précise et formelle du terme *hedge fund*. Daniel Capocci donne la définition suivante : « Un *hedge fund* est une association privée d'investissement utilisant un large éventail d'instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds y investissent une partie de leurs ressources et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle »⁸⁰.

Les hedge funds ont les caractéristiques suivantes⁸¹ :

- i-** Ce sont des organismes de placement collectif (*collective investment schemes*) qui ne subissent pas les restrictions généralement appliquées aux fonds d'investissement grand public, notamment en matière de diversification et de négociabilité des actifs financiers. Ils ont donc la possibilité d'acquérir des actifs illiquides et/ou complexes ;
- ii-** Ils peuvent faire une utilisation illimitée des produits dérivés ;
- iii-** Ils peuvent pratiquer des ventes à découvert ;
- iv-** Ils utilisent les effets de levier (leverage) grâce aux financements qu'ils obtiennent de leurs courtiers (*prime broker dealers*) ;
- v-** Ils appliquent des politiques de rémunération des gérants liées à la performance, ce qui constitue une motivation puissante pour prendre des risques de marché importants ;
- vi-** Ils recherchent des opportunités d'investissement dans toutes les directions, non seulement sur les marchés financiers traditionnels (actions obligations) et leurs dérivés, mais aussi sur les matières premières, et des opportunités d'investissement plus ésotérique : obligations catastrophiques, œuvres d'art, financement d'œuvres cinématographique et toutes autres investissements inhabituels ;
- vii-** Ils cherchent le plus souvent de réduire les liquidités qu'ils offrent à leurs actionnaires : les investisseurs ne peuvent récupérer leur mise qu'à certaines dates précises, les parts étant bloquées pendant des durées minimales (*lock-up period*) spécifiques à chaque fonds.

⁸⁰ Ravix Guillaume : « typologie des hedge funds », HEC, Paris, avril 2007. Page 7.

⁸¹ Gerard Marie henry : « les hedge funds », Ed Groupe Eyrolles, Paris, 2008. Page 16.

4-2 les private equity funds

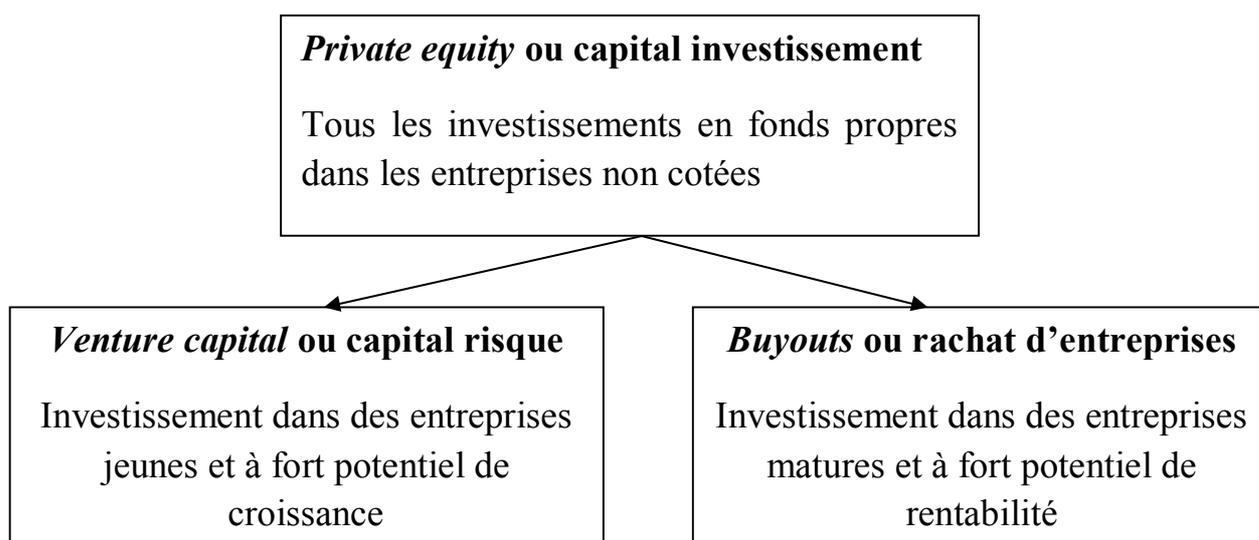
Le nom de *private equity* par opposition à *public equity* concerne le capital investissement réalisé dans les sociétés non cotés en bourse. Dans la terminologie française, cela correspond au « capital fermé »⁸².

Le *private equity* consiste en l'apport, par des investisseurs, à des entreprises non cotées (*private*), de fonds propres (*equity*) ou quasi fonds propres pour en financer le développement ou le rachat. Ces apports sont réalisés par des sociétés ou des fonds d'investissement, des caisses de retraites (*pension funds*), des banques, des sociétés d'assurance ou de grosses entreprises. Ils peuvent aussi être le fait des personnes physiques que sont les capital risqueurs ou Business Angels.

Le *private equity*, ou capital investissement, est un ensemble incluant deux catégories : le capital risque (ou *venture capital*) qui investissent dans de jeunes entreprises technologiques et se caractérisent par leur impact favorable sur l'innovation. La deuxième catégorie concerne le rachat d'entreprise (*buy out*) ou LBO (*leveraged buyout*), par l'utilisation d'un fort effet de levier pour racheter des entreprises générant des *cash flow* (liquidités) importants.

Le schéma ci-après récapitule les deux catégories de *private equity funds*

Schéma n° 19 : les deux branches de private equity



Source : l'essentiel de private equity et LBO.

⁸² VEDIE H. L, *Op.Cit.* 2010, page 30.

« private equity » est locution anglaise signifiant littéralement « fonds propres privés » ; il s'agit d'une forme de financement et de prise de participation qui prend des formes multiples en pratique(dans la pratique, la notion de private equity est largement influencée par les organismes qui défendent les intérêts de la branche, comme SECA en Suisse, BVCA à Londres, NVCA aux Etats-Unis et EVCA à Bruxelles).

Section 2 : les stratégies d'investissement des hedge funds

Des dizaines de classification sont faites pour tenter d'étudier profondément le monde des hedge funds pour obtenir une série de groupes homogènes et standardisées. Mais les résultats sont insatisfaisantes, et ce pour trois raisons⁸³ : i) le changement des stratégies, certaines disparaissent et d'autres évoluent ou se transforment ; ii) certains fonds se situent aux confins de plusieurs stratégies et sont donc difficile à classer avec exactitude et enfin, pour des raisons opportunistes, les gérants changent de stratégies à chaque fois.

Outre les opérations de base de la gestion alternative – acheter et vendre au comptant, l'achat sur marge, le prêt de titres, la vente à découvert et la combinaison d'un achat et d'une vente à découvert-, on peut distinguer, malgré les difficultés que nous avons mentionnées, trois grandes familles de stratégies d'investissement des hedge funds.

1- les stratégies de type long-short equity

Elles sont les stratégies les plus représentées dans l'univers alternatif et les plus importantes en termes d'encours en pourcentage de l'ensemble des stratégies qu'utilisent les hedge funds à l'échelon mondial⁸⁴. Cette stratégie est appelée aussi *equity hedge* qui signifie couverture des actions car, les gérants prennent des positions longues dans certains titres et vendent d'autres titres à découvert.

Cette stratégie est proche de celle mise en place par le père de l'industrie de l'industrie des hedge funds, Alfred Winslow Jones. Le principe est d'arriver à contrôler le risque de marché en combinant des positions longues et des positions à découvert.

⁸³ F-S. LHABITANT : « hedge funds : origine, stratégie, performance », Ed DUNOD, 2008, Paris, page 128.

⁸⁴ S.HAMMI : « le rôle des hedge funds dans la genèse et l'exacerbation du risque systémique : cas de la crise des subprimes », université Mouloud MAMMERI, TIZI OUZOU. Page 81.

1-1 principe de fonctionnement

La stratégie Long/Short equity consiste à combiner au sein d'un même portefeuille l'achat d'une action jugée sous-évaluée et la vente à découvert d'une action jugée surévaluée. La première constitue une position dite longue (long position) et la deuxième dite une position courte (short position)⁸⁵.

Dans cette stratégie, les spécialistes analysent un grand nombre de sociétés. Ils se basent sur l'analyse fondamentale (L'analyse fondamentale consiste à analyser l'ensemble des informations économique, comptable et financières des entreprises cotées de manière à pouvoir déterminer leur valeur fondamentale), le ratio prix/bénéfice ou encore les perspectives d'avenir des sociétés⁸⁶. Ils comparent aussi, le prix de l'action à ses niveaux historiques et par rapport au marché⁸⁷. Ensuite les analystes recherchent des titres sous-évalués afin de les acheter et des titres surévalués afin de les vendre à découvert ; une fois ces titres sont identifiés, les spécialistes choisissent le moment favorable pour prendre position afin de réaliser un bénéfice maximum.

1-2 les sous-stratégies particulières

Tous les fonds suivent la même logique, à savoir investir dans des titres sous-évalués et vendre à découvert des titres surévalués, tout en anticipant une direction pour le marché dans son ensemble. Cependant, il existe de nombreux fonds regroupés sous la bannière long-short equity. Nous avons choisi d'en présenter cinq en particulier, à savoir; les fonds généralistes, les fonds spécialisés par pays ou par secteur, les fonds en action de pays émergents, les vendeurs nets à découvert et les fonds d'action neutres au marché.

1-2-1 les fonds généralistes

Les gérants des fonds généralistes ont la possibilité d'acheter et vendre à découvert n'importe quel titre sur un marché ou un secteur s'ils y perçoivent des opportunités (les fonds long-short equity généralistes ont le plus souvent un biais long vers les actions américaines,

⁸⁵ F.S L'HABITANT, *Op.cit.* 2008, page. 167.

⁸⁶ D.CAPOCCI, *Op.cit.* 2010, p, 293.

⁸⁷ Idem

du fait de la taille de ce marché et de nombre d'analystes qui le suivent)⁸⁸. Les fonds généralistes peuvent être concentrés à un moment donné et très diversifiés à un autre, c'est plus logique de laisser un gérant libre de choisir les moments propices pour investir.

L'un des fonds long-short equity généraliste les plus connus est Maverick. Créé en 1995 par Lee S. Ainslie et les frères Evan, Sam, et Charles Wyly. D'après les données de 2008, ce fonds gère plus d'un milliard, ce qui fait de lui, l'un des gros hedge funds de l'univers de long-short equity. L'approche de gestion de ce fonds est très classique. Le gérant Lee Ainslie prend des décisions d'investissement en se basant sur l'analyse fondamentale. Son portefeuille compte environ 200 positions longues ou courtes, sachant qu'aucune position longue ne doit dépasser 6% des actifs, et aucune position vendue à découvert ne doit dépasser 3% des actifs.

1-2-2 les fonds spécialisés

Au contraire des fonds généralistes, les gérants de cette catégorie de fonds ont choisi de limiter leurs investissements en se spécialisant sur un marché où ils voyaient disposer d'un avantage comparatif. Par rapport aux portefeuilles des fonds généralistes, les fonds spécialisés sont souvent plus concentrés, plus agressifs et avec un biais long plus important.

Vers la fin des années 1990, on a assisté à la création des hedge funds spécialisés par style de gestion- un style de gestion est un processus groupant des actions dans un portefeuille en fonction d'un thème ou d'une caractéristique qu'elles ont en commun-⁸⁹ les styles les plus employés sont : valeur intrinsèque (valeur de substance), valeur de croissance (*growth*), petites capitalisations (*small-caps*), grande capitalisation (*large caps*), momentum ou suivi de tendance (*momentum*), et investissement à courte tendance (*contrarian*).

Les risques d'une spécialisation, qu'elle soit géographique, sectorielle ou par style de gestion, sont inhérents au danger de tomber en disgrâce. Un fonds spécialisé dans les valeurs technologiques, pendant les années 2000 à 2001 n'avait aucune chance de réaliser des performances positives, à moins d'accepter d'être vendeurs à découvert.

⁸⁸ F.S.LHABITANT, *Op.cit.* 2008, page 174.

⁸⁹ *Idem*, page 176.

1-2-3 les fonds des marchés émergents (*emerging markets*)

On peut l'intégrer dans la précédente catégorie, le qualificatif émergent recouvre plusieurs définitions. Il est donné tantôt à des « marchés ayant amorcé un processus de croissance ou de modernisation les rendant attractifs pour les investisseurs, tantôt à des marchés dont la taille et la sophistication augmentent, par opposition aux marchés de dimension réduite qui ne sont pas encore entrés dans une phase de démarrage »⁹⁰, quelle que soit la définition retenue, cette notion doit être considérée comme un phénomène dynamique.

Trois raisons attirent les gérants de ces fonds pour investir sur ces marchés. Premièrement, ces marchés offrent des opportunités importantes de croissance dans des branches comme les télécommunications, les semi-conducteurs, les banques, etc. deuxième raison, ces marchés constituent des potentiels de diversification importants par rapport aux marchés des pays développés. Enfin, à plus court terme les marchés émergents ont également la réputation d'être non efficients.

Les inconvénients rencontrés sur ces marchés sont liés aux difficultés de vendre à découvert sur de tels marchés. Certains pays ont interdit les ventes à découvert ; d'autres les autorisent, mais les prêteurs de titres sont rares et cherchent les plus grandes capitalisations.

1-2-4 les vendeurs nets à découvert (*dedicated short bias*)

À la différence de la plupart des hedge funds investis en action, leurs gérants ont exposition nette au marché systématiquement négative. Celle-ci est due soit à des ventes à découvert plus significatives que les positions longues, soit à la décision stratégique de n'exécuter que des ventes à découvert.

Le rallye haussier des années 1990 a failli conduire les fonds cette catégorie à la disparition, néanmoins, le crash du Nasdaq en mars 2000 a redynamisé les rares survivants.

Le fonds le plus intéressant des vendeurs nets à découvert est le Grizzly Short Fund de la société Leuthold Weeden Capital Management. L'une des opérations les plus importantes qui a rapporté beaucoup à ce fonds est celle effectuée en 2000, la vente à découvert de Broadcom Corp, une société californienne de semi-conducteurs pour la transmission des données. Le 6 février, Leuthold a emprunté et vendu 53300 actions Broadcom à un prix de

⁹⁰ F.S.LHABITANT, *Op.cit.* 2008, p 183.

moyen de 40,37 dollars par action⁹¹. Le 7 mai, il a racheté 26150 actions à 24,72 dollars, couvrant ainsi la moitié de sa position pour un rendement de 36%. Le 2 juillet, il rachetait à nouveau 53300 actions à 15,35 dollars, finissant ainsi l'opération avec un rendement de 61%.

Néanmoins, il a perdu 11% sur l'opération de vente à découvert en septembre de la même année, ou il décidait d'emprunter 66000 actions de Southwest Airlines à un prix moyen de 13,50 dollars par action. La position a été clôturée le 25 mars 2003 à un prix moyen de 15,05dollars.

1-2-5 les fonds actions neutres au marchés (*equity market neutral*)

Ce genre du fonds constitue la quintessence de la logique de construction de portefeuille suggéré par Alfred Winslow Jones. L'objectif des fonds neutres au marché est de supprimer l'exposition résiduelle au marché pour ne conserver que le risque spécifiques des titres retenus ; deux moyens peuvent être utilisé pour éliminer cette exposition, les contrats à terme sur indice ou la combinaison adéquate des positions acheteuses et vendeuses de façon à ce que le coefficient de bêta⁹² du portefeuille final soit égal à zéro.

1-3 exemple illustratif d'une stratégie Long/Short equity

Situons-nous en juin 2000 et prenons l'exemple des la société *Barnes et Noble, Inc.* Entre juin et novembre 2000, le cours de l'action de cette société était proche de 19,50 dollars par action. L'entreprise s'accrût fortement, par l'intermédiaire de ses grandes surfaces du livre et par le site internet de vente en ligne dont elle détenait 40% des parts. Elle espérait aussi entrer dans le marché des jeux vidéo et des programmes informatiques. Le cours de l'action est loin de son niveau historique. Cette entreprise attirent les investissements car, elle était

⁹¹ F.S.LHABITANT, *Op.cit.* 2008, page 186.

⁹² C'est un rapport historique de la volatilité du prix d'u actif (par exemple le cours de bourse d'une action) sur celle des prix du marché en général (par exemple un indice boursier). C'est indicateur utile pour mettre en place une stratégie de diversification des risques. Le risque de marché (bêta=0) se définit mathématiquement comme le rapport de covariance de la rentabilité implicite du portefeuille avec celle du marché et de la variance de la rentabilité implicite du marché, soit : $\beta = cov(\text{par exemple, si le bêta d'une action est de 0.8, son cours a varié en moyenne dans la précédente période de 0.8\% quand le marché variait de 1\%. Autrement dit c'est la sensibilité ou élasticité du cours du titre par rapport à l'indice boursier représentant le marché. Le bêta est également un indicateur de risque ; en effet, si l'évolution du marché est à la baisse, l'action sera susceptible de baisser moins que le marché s'il est inférieur à 1 et plus que le marché s'il est supérieur à 1. Il y a donc un lien entre la rentabilité et le risque : plus le cours d'un titre est censé pouvoir progresser fortement quand le marché est haussier, plus il y a de risque de baisser fortement quand le marché est baissier.$

leader dans son industrie ; elle a su faire face à l'arrivée de la concurrence sur internet et surtout qu'elle se traitait au-dessous de son cours historique.

Le gérant prit une position en juin 2000, puis il la renforça à un cours de 19,50 dollars. Le cours commença à augmenter significativement dès avril 2001. En juillet 2001 le cours atteignait 35 dollars, pour une hausse proche de 80%. Le gérant ferma sa position entre juillet et août 2001 à un prix moyen de 36,10 dollars inférieurs à son haut niveau historique estimé à 48. Le gérant réalisa un gain de 85%.

1-4 avantages et inconvénients

L'avantage de cette stratégie c'est qu'elle assure aux gérants une protection plus ou moins importante contre le risque de marché. C'est pour cette raison qu'elle est fort pratiquée, car elle garantit tous les avantages d'une stratégie d'investissement classique investie uniquement d'une façon longue dans les actions, tout en permettant aux gérants de prendre des positions dans des titres qu'ils estiment surévalués.

Quant à l'inconvénient le plus important de cette stratégie est la difficulté à trouver des opportunités d'investissement intéressantes, et notamment être le premier à les identifier à cause de nombre de fonds qui ne cesse de s'accroître.

2- les stratégies de trading

Ce groupe de stratégies dites de trading inclut deux catégories de fonds très différentes. La première est celle des fonds de type *global macro*, et la seconde celle des *commodity trading advisors (CTAs)*, connus aussi de fonds de contrats à terme (*managed futures*). Ces deux fonds cherchent à tirer profit des grandes tendances des marchés plutôt que de se concentrer sur l'analyse des titres en particulier.

Dans cette sous-section, nous verrons uniquement la stratégie *global macro*, pour son importance dans l'industrie alternative.

2-1 les fonds de type *global macro*

Les fonds de type *global macro* interviennent dans des situations de grands déséquilibres ou de changements macro-économiques afin de tirer profit des opportunités offertes par les marchés. Ces fonds sont construits le plus souvent sans aucune couverture et

avec beaucoup d'effet de levier. Leurs domaines d'investissement préférés sont les devises, les taux d'intérêt, les matières premières et les grands indices d'action.

Le processus d'investissement de ces fonds est descendant (*top down*). Les gérants de ce type de fonds, avant de prendre la décision d'investir (acheter et /ou de vendre à découvert) d'une classe d'actif, ils doivent impérativement avoir une idée sur l'environnement économique en général. L'handicap ici, ce n'est pas l'identification des situations de déséquilibre, mais plutôt de choisir le moment idéal pour prendre leur positions.

Pendant longtemps, les fonds macro ont dominé l'univers des hedge funds avec 70% de l'ensemble de l'industrie des hedge funds selon Hedge Fund Research, Inc⁹³. En effet, en 1997 trois leaders du monde des hedge funds s'accaparaient plus de 40% des encours du style *global macro*, Soros Funds Management(20 milliards de dollars), Tiger Management(15 milliards de dollars) et Moore Capital (6 milliards de dollars). Dès la fin des années 1990, cette stratégie commença à perdre e place dans le monde de gestion alternative, en diminuant à 17% environ de cette industrie.

2-1-1 le principe de fonctionnement

Le principe sur lequel les fonds de type *global macro* se basent pour choisir leurs cibles est d'avoir une vue global des marchés mondiaux et de leurs interconnexions, afin d'exploiter les opportunités qui sont offertes.

Les gérants analysent les tendances macroéconomiques liées aux politiques gouvernementales ou monétaires, aux cycles économiques, aux nouvelles technologies, etc, dont le but est d'identifier les écarts de prix dans les variables, en appliquant une stratégie de *top down* qui y a pour objectif de se focaliser sur les estimations de l'impact qu'auront les événements politiques et macroéconomiques sur les prix des instruments financiers⁹⁴, autrement dit, le gérant de fonds part de l'environnement économique général et se termine par le choix des classes d'actifs à acheter et/ou à vendre à découvert.

Les fonds macro ont la possibilité d'investir sur un grand nombre de marchés en appliquant à chaque marché la politique d'investissement propre à celui-ci. Suivant les opportunités qui se présentent, les gérants choisissent d'investir ou non, car leur objectif final est de profiter de poches d'inefficiencies présentent sur le marché. Ils utilisent l'analyse

⁹³ D.CAPOCCI, *Op.cit.* 2010, p. 338

⁹⁴ Idem.

fondamentale afin d'obtenir une appréciation globale pour un pays, et d'autres recourent à l'analyse technique pour déterminer si les tendances à long terme se vérifient à plus court terme. Cette dernière technique est limitée à certains marchés, comme, celui des taux d'intérêt.

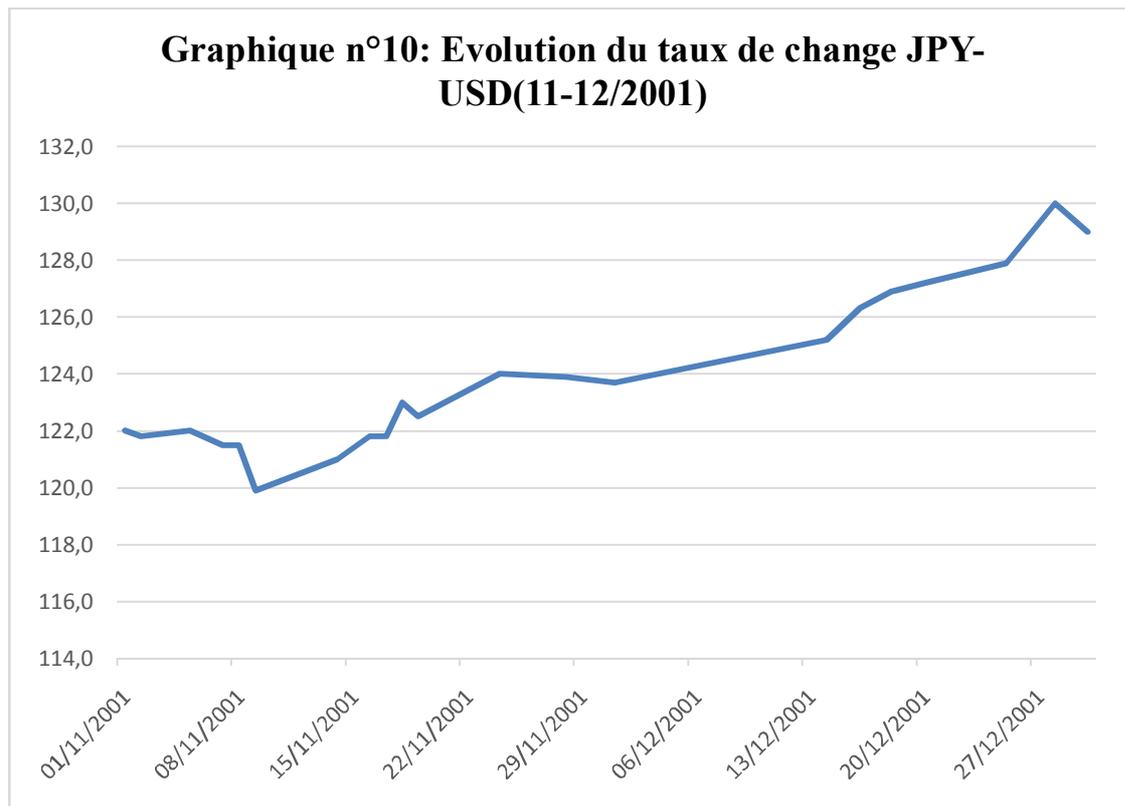
2-1-2 exemples d'une stratégie *global macro*

L'une des stratégies les plus utilisées par les fonds macro s'appelle opération spéculative sur écart de rendement (*carry trade*). Cette stratégie cible les différentiels de taux d'intérêt entre deux pays, et donc entre deux devises. Le principe est de s'endetter dans une devise à taux d'intérêt faible et à placer ces fonds empruntés dans une devise à taux d'intérêt plus fort.

Le *carry trade* utilise souvent le yen japonais, car la banque de Japon a maintenu ses taux directeurs proches de 0% pendant plusieurs années.

Prenons l'exemple de l'économie japonaise, au début novembre 2001, elle était dans une situation de désespoir et l'ensemble des réformes tout vantés tardent à arriver au moment où les Etats-Unis commencent à retrouver la confiance perdue suite aux attentats de 11 septembre et Réserve Fédérale américaine cherche à réinstaurer un calme dans les marchés financiers. La transaction consiste à parier sur un affaiblissement du yen contre le dollar. On peut trouver de telles options avec un prix d'exercice de 127 sur le marché tandis que le taux de change du marché est légèrement supérieur à 120.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du taux de change en novembre et décembre 2001. Nous remarquons que le taux d'intérêt a augmenté dans la seconde moitié de décembre (il a dépassé 127), ce qui rapportera un gain sur l'option.



Source : D. CAPOCCI, « Introduction aux HedgeFunds », Ed. ECONOMICA, Paris, 2010, p.341.

Le deuxième exemple que nous rapportons pour la stratégie *macro* concerne le marché allemand. Fin 1999, le gouvernement décide d'éliminer les taxes sur la vente de participations croisées, un projet qui consolidera les institutions financières allemandes. Pour bénéficier d'une telle décision, il faut prendre une position longue dans la volatilité des actions de diverses institutions allemandes, telles que la *Deutsche Bank*, *Allianz AG*, la *Dresdner Bank* et la *Commerzbank*. Le gérant prit une telle position par l'intermédiaire d'option.

En mars, *Allianz* annonce qu'elle va vendre ses parts dans la *Dresdner Bank* à la *Deutsche Bank*, en échange d'une part dans le réseau de vente au détail de cette dernière. Résultat, le cours d'*Allianz* monte en flèche, alors que les cours de la *Deutsche Bank* et de la *Dresdner Bank* chutent. Cette fusion a été annulée en avril, ce qui entraîna une volatilité des cours inverse au premier scénario.

L'intérêt particulier de cet exemple n'est pas de bénéficier d'une hausse ou d'une baisse des cours, mais d'anticiper une plus grande volatilité des cours des titres (mouvements de marchés).

Le dernier exemple que nous allons voir est relatif au pari de G. SOROS sur la sortie de la livre sterling du système monétaire européen. Au premier semestre 1992, la livre sterling était surévaluée par rapport aux autres monnaies européennes (franc français, deutschemark) due à une forte demande provoquée par des taux d'intérêt élevés et par son statut de monnaie refuge pour ceux qui étaient sceptiques à propos de l'euro.

Soros a parié sur la du Royaume-Uni du système monétaire européenne et sur la chute de la livre sterling. Pour cela, il a acheté des options de vente (put) lui permettant de vendre cette monnaie contre le deutschemark. Cette anticipation lui a permis de vendre massivement la livre jusqu'au 16 septembre 1992 où Robin Leigh-Pemberton, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, a annoncé le retrait de la livre sterling du système monétaire européen.

2-1-3 avantages et inconvénient de la *global macro*

Le principal avantage de l'investissement macro est qu'il ne se limite pas à investir dans un type d'instrument ou suivre une technique d'investissement formalisée. Les gérants disposent d'une grande flexibilité qui leur permet d'investir dans l'ensemble des opportunités et/ou tendances qui se présentent. Ceci est important, car les fonds macro gèrent des fonds colossaux, sachant que certains de ces fonds dépassent les dix ou vingt milliards de dollars, d'ailleurs, les fonds macro ont été les mieux résistés à la dernière crise financière.

Pour les désavantages de cette stratégie, elle compte trop sur le levier, ce qui rend le risque relativement important, en plus des difficultés à déterminer le moment opportun pour investir. Tout investisseur dans ce type de fonds peut réaliser des bénéfices importants sur une courte période, néanmoins, il peut perdre 10%, 30%, voire 50% en quelques mois lorsque le marché est défavorable ou que le gérant fait de mauvais paris⁹⁵.

3- les stratégies d'arbitrage

Les stratégies dites d'arbitrage représentent près d'un quart des avoirs gérés par les hedge funds et couvrent un ensemble très varié d'activités. Leur objectif est de chercher à tirer profit des inefficiences et des opportunités de marché liées à une différence de prix entre deux actifs étroitement interdépendants.

L'arbitrage est défini comme « une opération financière caractérisées par les trois éléments suivants : (i) elle ne coûte rien à réaliser car l'investissement initial peut être financé

⁹⁵ D.CAPOCCI, *Op.cit.* 2010, page 343.

par un emprunt ; (ii) elle ne peut en aucun cas conduire à une perte, et (iii) elle peut rapporter de l'argent dans certaines situations. »⁹⁶

Le monde des hedge funds compte de nombreuses stratégies d'arbitrage. Certaines stratégies combinent plusieurs autres stratégies telle que la stratégie *Relative Value Arbitrage*, construite par : fixed income arbitrage, merge arbitrage, convertible arbitrage, pairs trading, capital structure arbitrage et statistical arbitrage.

3-1 la stratégie *Relative Value Arbitrage*

Les spécialistes de cette stratégie combinent diverses stratégies d'investissement particulières que nous avons mentionnées déjà, c'est pour cette raison qu'elle est loin d'être une stratégie authentique. Son objectif est de tirer profit de disparités de prix des titres généralement liés.

3-1-1 le principe de fonctionnement

Dans des moments précis (des écarts de prix inattendus par exemple), les gérants des fonds *Relative Value Arbitrage* prennent des positions longues et courtes dans des titres historiquement. Les gérants qui appliquent cette stratégie sont de deux types ; les premiers, combinent des stratégies d'investissement assez proches, comme convertible arbitrage, des positions dans des warrents et des options ou la combinaison de cette même stratégie avec des positions dans des obligations convertible à hauts rendements. Toutes ses stratégies concernent des marchés relativement proches où ils peuvent utiliser les mêmes modèles d'évaluation dans leur analyse. La deuxième catégorie de fonds qui appliquent la stratégie *Relative Value Arbitrage* combine des stratégies moins fortement liées, comme merger arbitrage et statistical arbitrage.

Il faut différencier entre *Relative Value Arbitrage* d'un fonds multi-stratégies ou d'un fonds de fonds. La première se limite à la combinaison de stratégies d'arbitrage individuelles alors qu'un fonds multi-stratégie combine généralement des stratégies basées sur l'arbitrage que d'autres (directionnelles par exemple). Malgré tout cela, les actifs, dans les deux cas sont gérés par le fonds qui met la stratégie en place. Enfin, un fonds de fonds est la combinaison de

⁹⁶ F.S. LHABITANT, *Op.cit.* 2008, page 237.

différentes stratégies qui ne sont pas forcément des stratégies d'arbitrage. Ici, l'investisseur investit dans des fonds tiers.

Les gérants des fonds Relative Value Arbitrage utilisent souvent les stratégies suivantes : le pairs trading, trading d'options et warrents et enfin le capital structure arbitrage.

Le pairs trading prend des positions longues d'une société que le gérant estime sous-évaluée (acheteur) et courtes dans une société qu'il estime surévaluée (le gérant prend des positions équivalentes en terme de montant dans des titres du même secteur ou de la même industrie). Cette stratégie n'est directionnelle, car les gains sont indépendants de l'évolution du marché.

Plusieurs sous-stratégies dérivent de pairs trading, les opérations sur pairs directs selon laquelle une société qui détient une part considérable d'actifs dans une autre société, leurs rendements sont liés. Les opérations sur pairs indirects est une autre catégorie qui concerne les sociétés fondamentalement liées et pour lesquelles on anticipe un retour au prix moyen si les prix venaient de s'écarter de ce dernier.

La seconde stratégie concerne le trading d'options et de warrents qui se base sur des positions dans des actions et des options liés. Les gérants prennent des positions opposées sur les actions et les options. Ces positions se basent sur la volatilité des prix, soit à la hausse ou à la baisse, profitant de l'écart des prix de la moyenne.

Une autre sous-stratégie de la Relative Value Arbitrage est dite Capital Structure Arbitrage, elle implique l'achat d'une partie de la structure du capital qui peut être matérialisé soit par des titres de dette ou des titres représentatifs du capital d'une entreprise et de vendre à découvert une autre partie de sorte que les analystes les différents scénarios afin d'évaluer les risques de pertes maximal. Alors, les positions sont prises de façon que les pertes sont limitées en cas d'évolution défavorable, mais que les gains sont considérables en cas de variation favorable.

3-1-2 exemple illustratif

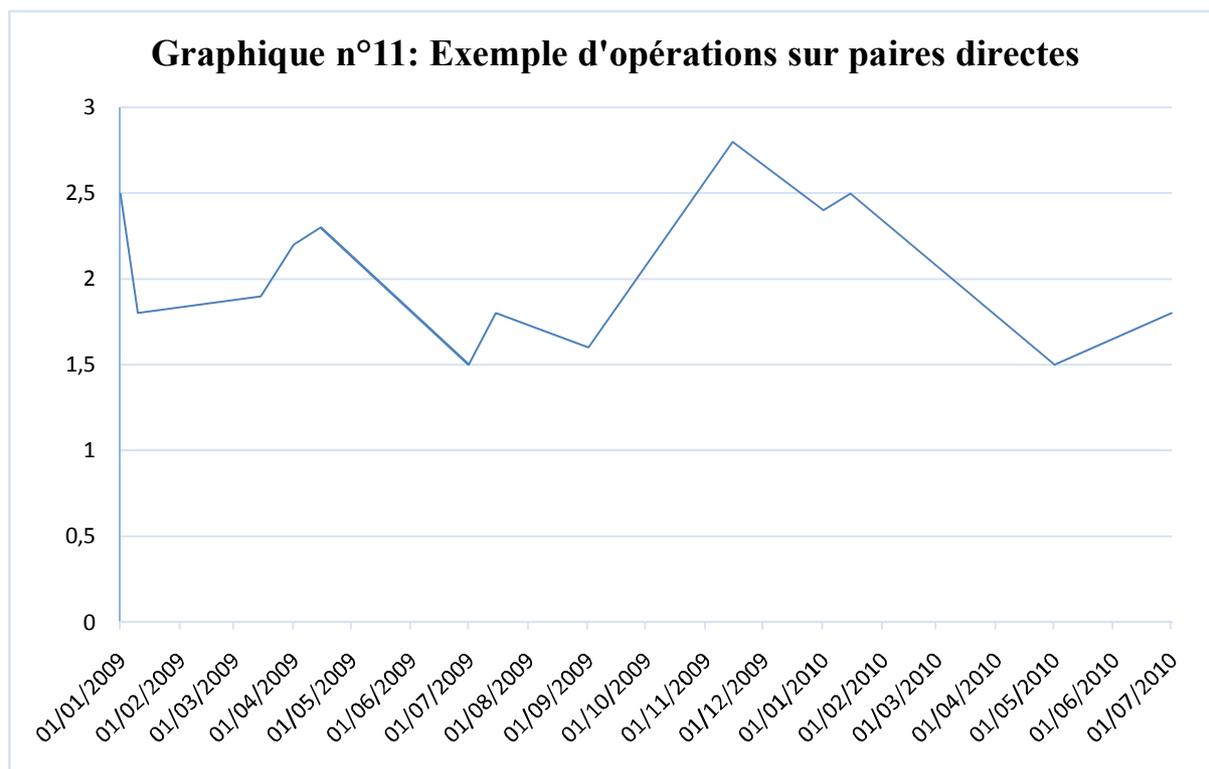
Prenons l'exemple d'opération sur pairs directs⁹⁷, considérons deux sociétés A et B cotées sur le New York Exchange. La société A possède 84% de la société B. sur la base des

⁹⁷ D.CAPOCCI, *Op.cit.* 2010, page 256.

titres en circulation et une base historique, toute variation de 1 dollar du cours de A correspond à une variation de 0,95 dollars de B. les gérants prennent des positions si le prix de B baisse ou augmente de façon significative tandis que le prix de A reste stable et inversement. Ce déboitement rend le prix de B temporairement bon marché et la position est dénouée lorsque la valeur relative de B retourne à la moyenne.

Le graphique ci-dessous montre le fonctionnement d'une telle stratégie. L'axe des abscisses des reprend le temps et l'axe des ordonnées le ratio du cours de l'action A sur le cours de l'action B (ce ratio permet d'évaluer la cherté relative d'un titre par rapport à l'autre). Imaginons que dans le cas présent le ratio moyen du cours A sur le cours B soit de 2 et que l'on soit à ce niveau mi-mai. Le prix de A est de 20 dollars et celui de B est de 10 dollars. Ensuite le cours de A augmente de 25% à 25 dollars mi-juin, alors le ratio cours de A sur cours de B passe à $25/10=2,5$ dollars ce qui signifie qu'on s'écarte fortement de la moyenne historique. Si le gérant pense que cette situation ne va pas durer, il va prendre des positions en achetant des titres B (relativement peu chers) et en vendant à découvert des titres A (relativement chers). Il réalisera des gains si le ratio baisse.

La position est dénouée (graphe ci-dessous) à un ratio proche de 1.5, ce qui signifie, soit que le cours de A a baissé soit que cours de l'action de B a augmenté, soit qu'une combinaison des deux s'est produite.



Source : D.CAPOCCI, « Introduction aux hedge funds », Ed.ECONOMICA, Paris, 2010, p. 257.

3-1-3 Avantages et inconvénients

L'avantage de cette stratégie est que les gérants trouvent plusieurs possibilités pour identifier les inefficiences afin de réaliser des profits. La combinaison de certaines stratégies permet aux gérants d'obtenir des portefeuilles diversifiés.

Néanmoins, la spécialisation de certains gérants dans des stratégies particulières rend la tâche plus difficile aux gérants de la Relative Value Arbitrage. Un deuxième inconvénient lié aux risque spécifique qui résulté du choix et de poids donné à chaque stratégie.

Section 3 : les stratégies d'investissement des fonds de pension

Depuis les années quatre-vingt, le paysage financier mondial a été profondément renouvelé par le développement de nouveaux marchés (les euromarchés, les marchés à terme, etc.), l'apparition de nouveaux produits financiers (les obligations à coupon zéro, les contrats futures d'option, etc.), enfin le décloisonnement des marchés de capitaux et la

déréglementation. Ces évolutions ont favorisés la multiplication des transferts financiers entre les agents et entre les pays. C'est dans ce contexte que les investisseurs institutionnels ont été développés, notamment, des fonds de pension. Ces fonds qui gèrent l'épargne privée pour la retraite tiennent une place importante dans la plupart des pays de l'OCDE. Ces fonds, par la taille des actifs gérés, représentent un investisseur institutionnel majeur.

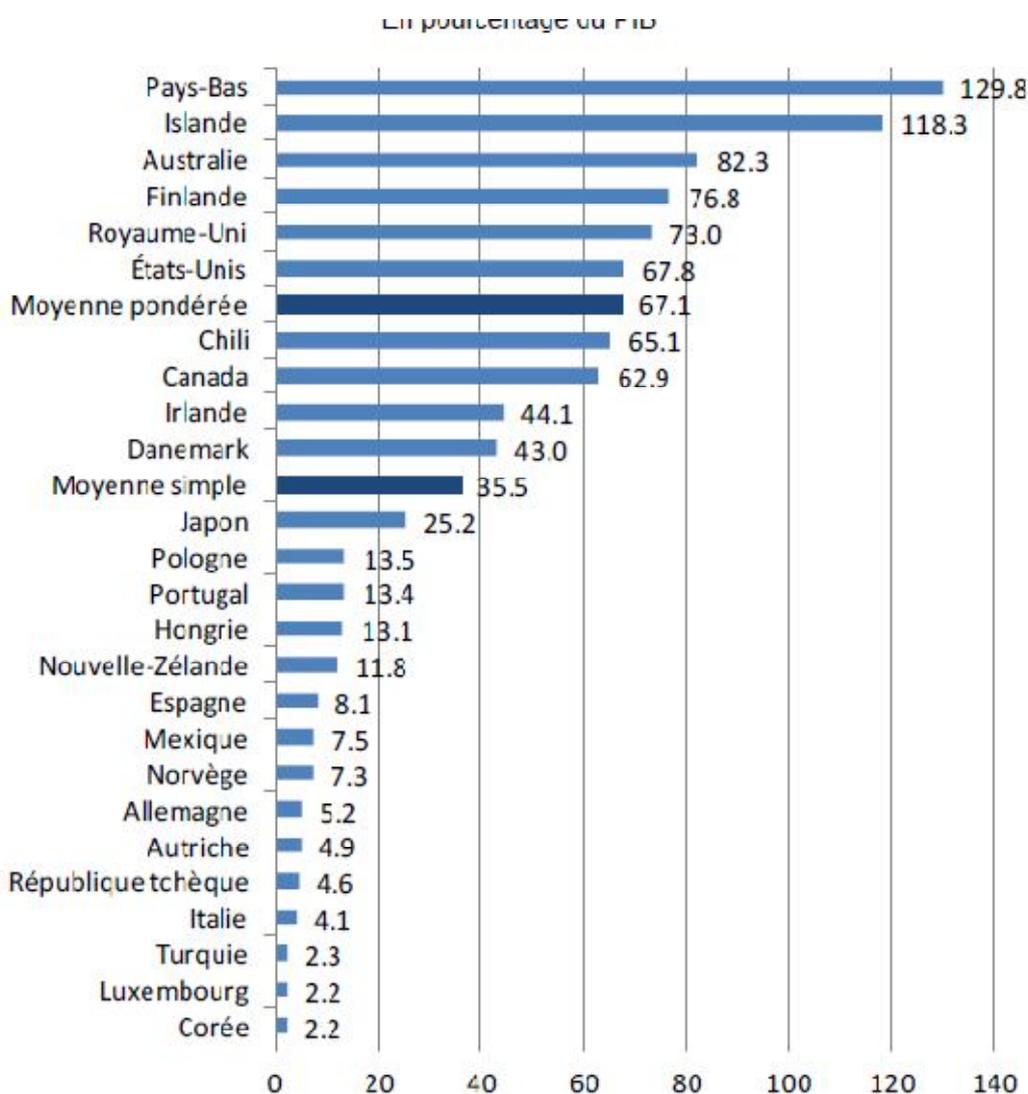
1- l'importance financière des fonds de pension et la structure de leur portefeuille

1-1 l'importance financière des fonds de pension pour les pays de l'OCDE

La moyenne pondérée du ratio/PIB des de l'OCDE est passée de 60,3% du PIB en 2008 à 67,1% du PIB en 2009, les Pays-Bas ayant enregistré une amélioration record de 17,1 points de pourcentage de la valeur des ses actifs au cours de l'année 2009, ce qui équivaut à un gain de 48 milliards USD, passant de 979 milliards USD à plus de 1028 milliards USD.

En décembre 2009, les actifs des fonds de pension des pays de l'OCDE par rapport à leurs économies nationales s'élevaient en moyenne à 67,1% du PIB, contre 78,2% en 2007, mais sensiblement plus que le chiffre équivalent de 60,3% en 2008. Les Pays-Bas ont actuellement la plus forte proportion d'actifs par rapport au PIB (129,8%), suivis par l'Islande (118,3%) et l'Australie (82,3%).(voir le Graphique suivant)

Graphique n°12 : importance des fonds de pension par rapport à la taille de l'économie dans certains pays de l'OCDE, 2009, En pourcentage du PIB



Source : OCDE « le point sur les marchés des pensions », numéro 7, juillet 2010. Page 9.

1-2 La structure du portefeuille

Les choix réalisés en termes de répartition des avoirs de ces institutions, selon les catégories d'actifs et les places financières, sont un facteur significatif de l'évolution des actifs des fonds de pension, qui peuvent inclure ainsi des plus-values en capital plus en moins

important selon les pays et les périodes. Leur placement peut être classés selon deux critères : actions *versus* obligations, et national *versus* international⁹⁸.

1-2-1 *Actions versus obligations*

Les fonds de pension anglo-américains préfèrent fortement les placements en actions, contrairement aux années cinquante où les obligations représentaient la plus large part des portefeuilles: la proportion des actions nationales parmi les actifs détenus par les fonds de pension est passée ainsi à 47% en 1993 (7,7% en 1950), contre respectivement 30% et 67% pour les obligations nationales. Cette évolution reflète, pour partie au moins, une meilleure protection contre l'inflation et meilleure rémunération des actions : à moyen et long terme, les investissements en actions obtiennent des rendements supérieurs à celui des autres catégories d'actifs. En revanche, en Grande-Bretagne, l'investissement en actions nationales est une tradition ancienne, ces actifs représentant 54% du portefeuille en 1994, contre 48% en 1962 (respectivement 10% et 50% pour les obligations nationales). Les comportements des fonds de pension ont donc convergés dans les deux pays vers une exposition assez importante à des actifs à forte volatilité, et à risque plus élevé, susceptibles d'imposer des pertes en capital importantes. Cette tendance s'oppose à celle de la plupart des fonds en Europe continentale et le Japon qui privilégient les marchés obligataires nationaux (la Suède 92%, la Norvège 74%, le Portugal 73%, l'Allemagne 67%, les Pays-Bas 49% et la Suisse 54%).

Pour les données de 2009, les deux catégories d'actifs classiques (action et obligation) demeurent les formes d'investissement les plus courantes des fonds de pension dans la plupart des pays de l'OCDE. La part des actions et des obligations varie considérablement selon les pays.⁹⁹ Les deux catégories représentaient plus de 80% de portefeuille total des fonds de pension dans neuf pays de l'OCDE. En Autriche, par exemple, 54,9% de l'ensemble des actifs des fonds de pension étaient investis en obligations et 26,8% en actions, soit une pondération moyenne globale des fonds de pension autrichiens en actions et obligations de 81,7%. En même année, la part des actions et des obligations dans le portefeuille total des fonds de pension s'élevait à 96,7% en Pologne, 95,4% au Mexique, 93,8% au Chili, 89,7% en Norvège, 88,4% au Danemark, 85,2% en Israël, 84,7 % en République tchèque et 82,2% en

⁹⁸ NAJAT EL MEKKAOUI : « comportements financiers des fonds de pension », Revue Economie Internationale, n° 70, 2^{ème} semestre, 1997. Page 42.

⁹⁹ OCDE (2011), « Répartition des actifs des fonds de pension et des fonds de réserve publics », dans Panorama des pensions 2011, les systèmes de retraites dans les pays de l'OCDE 2011 et du G20, Editions OCDE. Page 190.

Hongrés. Cette part était moins importante à l'autre extrémité, 37,9% en Estonie, 36,5% en Corée et 44% à Luxembourg¹⁰⁰.

Les actions et les obligations sont les deux formes qui accaparent les portefeuilles des fonds de pension. Néanmoins, à fin 2009, les obligations sont les actifs de prédilection pour les fonds de pension pour certains pays de l'OCDE, car, en Australie, les actions représentent 54,4% contre 12,8% des obligations, aux Etats-Unis 45,4% contre 31,4%, et la Finlande 40,6% contre 37,5%. Au Canada et au Chili, les actions et les obligations ont le même poids. Pour ce qui est des obligations, les titres du secteur public constituent une part importante des portefeuilles obligataires des fonds de pension dans de nombreux pays (100% de l'ensemble des portefeuilles en Grèce et en Turquie, 96,6% en Pologne, 85,8% en Israël et 85,5% en Hongrie). Mais seulement 30,7% en Norvège, 27,6% au Chili et 8,9% en Allemagne.

Pour les autres actifs varient d'un actif à l'autre et d'un pays à l'autre. Les liquidités et les dépôts constituent 20,7% en Slovénie, 27,8% en Turquie, 31,1% en Grèce, et 42,6% à Luxembourg. L'immobilier (terrains et constructions), les prêts, les contrats d'assurance non imputés et les fonds d'investissement fermé ne constituent qu'une part relativement faible des actifs des fonds de pension, l'immobilier par exemple, occupe de 5% à 10% de l'ensemble des actifs des fonds en Suisse, au Portugal, en Finlande, au Canada et en Australie.

1-2-2 National versus international

Plusieurs facteurs incitent les fonds de pension à accroître la part des titres internationaux dans leurs portefeuilles¹⁰¹. L'étroitesse du marché national des capitaux est une vraie contrainte dans le cas des petits pays (Irlandais, Belge et néerlandais), pour le cas Irlandais, la levée de contrôle de change en 1988 et un autre facteur favorisant les placements en actifs étrangers (les fonds Irlandais placent 45% de leurs avoirs sur les marchés internationaux, le Belgique et le Pays-Bas près de 30%), alors que, dans le cas britannique (30%), l'investissement sur les marchés internationaux est lié à une législation libérale et à la suppression du contrôle des changes en 1979. L'Australie et le Japon placent respectivement 15% et 10% de leurs avoirs en titres internationaux, le Japon ayant relevé le plafonnement qui limitait la diversification internationale des portefeuilles.

¹⁰⁰ OCDE (2011), « Répartition des actifs des fonds de pension et des fonds de réserve publics », dans Panorama des pensions 2011, les systèmes de retraites dans les pays de l'OCDE 2011 et du G20, Editions OCDE. Page 190.

¹⁰¹ NAJAT EL MEKKAOUI, *Op.cit.* 1997. Page 43.

La levée des restrictions des avoirs par les étrangers, l'amélioration des procédures de règlement et de compensation et les réductions des impôts et des coûts de transactions sont les facteurs qui ont poussés les fonds des pays industriels à réorienter leurs investissements vers les pays émergents. Différentes études empiriques constatent les avantages pour un investisseur issu de l'OCDE à investir sur ces marchés

2- une typologie de l'activisme des fonds et le choix des entreprises cibles

L'activisme des fonds de pension peut prendre plusieurs formes : exercice stratégique du droit de vote (depuis juillet 1994, le vote aux assemblées générales des fonds est obligatoire aux Etats-Unis, même les entreprises étrangères sont concernées) à travers « *les proxy guidelines* » (une charte d'une trentaine de pages qui contient des consignes et des intentions de vote du fonds dans divers domaines de l'organisation et de la gestion des entreprises), lobbying afin de faire passer certaines modifications réglementaires dans l'intérêt des investisseurs institutionnels (l'engagement de CalPERS en faveur de certaines modifications d'une règle de « Security and Exchange Act », ces modifications ont été effectivement adoptées en 1992), propositions faites aux entreprises visées (*targeting*), actions en justice contre des entreprises¹⁰².

Les fonds n'adoptent tous la même stratégie, et le mode de gestion du fonds détermine le choix effectué. Les fonds indiciels (CalPERS, CalSTRS, NYC) ont tendance à privilégier un activisme « global » qui touche l'ensemble du marché : lobbying, utilisation systématique de chartes. Les fonds qui adoptent un mode de gestion plus actifs (SWIB et CREF) tendent à cibler leur action sur certaines entreprises. Corrélativement, les fonds indiciels ne modifient pas leur détention de titres alors que les autres achètent des titres avant d'agir et revendent en cas d'échec.

Parmi les différentes stratégies d'activisme adoptées, c'est le *targeting* qui a attiré plus d'attention. On distingue deux types de *targeting*, selon que les propositions font (*proxy proposals targeting*) ou ne font pas (*nonproxy proposals targeting*) l'objet de vote en assemblée générale. Ce dernier type d'activisme se résume à un avertissement du fonds de pension insatisfait de la gestion ou de la performance de l'entreprise. L'entreprise peut alors

¹⁰² Patricia Charléty « Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension », Bulletin COB, n° 354, février 2001. Page 23.

engager des discussions avec le fonds et tenir compte de ses demandes ou simplement ignorer cet avertissement.

Quant au deuxième type de l'activisme des fonds, les propositions de vote sont souvent caractérisées par quatre étapes¹⁰³ :

i- la première étape est la détermination préalable d'un ensemble d'entreprises-cibles à l'intérieur du portefeuille des fonds de pension (*targeting*). Le poids des fonds de pension dans l'actionnariat des entreprises est relativement faible en pratique, de l'ordre de 1-2%. Néanmoins, le pourcentage du capital détenu constitue un critère très important dans cette étape : en général plus il est élevé, plus type de l'investisseur est susceptible de s'opposer aux gestionnaire en place. Un autre critère de sélection est la performance des entreprises (une entreprise qui réalise des résultats négatifs peut être faire l'objet d'une proposition).

ii- la deuxième étape consiste à établir un contact avec l'entreprise-cible, celui-ci peut se faire de manière décrite ou à travers un avertissement public ;

iii- la troisième étape est celle de proposition de vote à l'assemblée générale ;

iv- la dernière étape permet à résoudre le conflit qui oppose les dirigeants de l'entreprise au fonds de pension avant l'assemblée générale, les propositions sont alors retirées avant le vote ou adoptées sans vote. Généralement, les résultats obtenus à ce stade sont probants, selon l'étude de Wahal portant sur l'ensemble des entreprises-cibles de neuf fonds de pension entre 1987 et 1993, 40% des actions de *targeting* sont couronnées de succès, ce pourcentage s'élève même à 72% pour CalPERS.

En cas de conflit, les propositions sont soumises au vote en assemblée. Si la résolution n'est pas adoptée, il est probable que l'entreprise constituera à nouveau une cible l'année suivante.

Vers la fin des années 1980, les propositions de vote étaient plus agressives. En utilisant par exemple, la menace d'une OPA ou le départ de dirigeants, actuellement ces méthodes sont coûteuses dans la mesure où elles peuvent déstabiliser le marché. C'est la raison pour laquelle dans les années 1990, les fonds mentionnent souvent le gouvernement d'entreprise comme objectif de vote ou/et recherchent la performance plus souvent sans proposition de vote, mais à travers des négociations secrètes avec les dirigeants. Les points les

¹⁰³ Patricia charléty, *Op. Cit.* février 2001. Page 24.

plus abordés concernent le processus de vote en assemblée générale (vote secret en particulier), la suppression des mesures anti-OPA, l'organisation du conseil d'administration (comités, présence d'indépendants, séparation des fonctions de président et de directeur général, mode de rémunération des dirigeants). Si l'objectif visé est la rentabilité, l'exigence des fonds porte donc sur les moyens mis en œuvre que directement sur la performance minimale affichée.

2-1 le fonds de CalPERS

CalPERS (California Public Employees Retirement System), le fonds de pension des employés de l'Etat de Californie a adopté un comportement d'actionnaire actif depuis 1986. Le programme de corporate governance élaboré en 1987 avait mis l'accent sur la qualité de la gestion et non la performance des entreprises.

A partir de 1990 la stratégie de CalPERS a été redéfinie afin de cibler plus particulièrement les entreprises sous-performantes. On a également insisté en 1992 et 1993 à un comportement parfois très agressif qui a conduit à la révocation de dirigeants (IBM, American Express, General Motors, Westinghouse Electric, Eastman Kodak), à une modification de la stratégie des entreprises visées (Sears, Westinghouse Electric, Eastman Kodak, Sybase), ou à une séparation des fonctions de président et de directeur général (le cas de General Motors).

Depuis 1997, CalPERS a proposé 37 « principes de bonne gouvernance » et élargi son champ d'action au delà des frontières des Etats-Unis (en mars 1997, il a ainsi publié des principes d'un bon gouvernement des entreprises pour la France). L'action de CalPERS consiste à peser sur les décisions du conseil de l'administration et à annoncer ses critiques publiquement. Le fonds présente ainsi chaque année une liste des cinquante entreprises qui sont jugées le plus mal gérées (le choix de ces entreprises est fondé sur la procédure suivante. CalPERS retient la première moitié d'une liste sur laquelle 5000 entreprises cotées sont rangées par ordre de capitalisation boursière décroissante. Ces entreprises sont ensuite réparties en 30 secteurs d'activités. Une analyse des rendements à trois ans dans chaque secteur permet d'identifier des candidats potentiels pour sa liste des entreprises les plus mal gérées. Une analyse au cas par cas permet d'arrêter le jugement final¹⁰⁴). Les représentants du CalPERS exigent également de rencontrer l'équipe dirigeante des sociétés

¹⁰⁴ Patricia Charléty, *Op.cit.* février 2001. Page 26.

dont ils sont actionnaires. Cependant, l'influence de CalPERS sur la performance d'une entreprise n'est pas facile à évaluer, d'après le New York Times (3 août 1993), très peu d'entreprises répondent strictement aux principes proposés par CalPERS.

Des études réalisées sur 51 entreprises sous influence de CalPERS concluent à une réaction positive des cours boursiers si une entreprise s'est adaptée aux changements souhaités par le fonds, et négative si elle y a résisté.

Conclusion

Dans ce troisième chapitre, nous nous sommes intéressés aux différents investisseurs institutionnels et les stratégies d'investissement appliquées par ceux-ci, particulièrement, celles des hedge funds et des fonds de pension. Cette analyse nous a permis de mieux comprendre les principales-et pas toutes- stratégies utilisées par les hedge funds et leur adaptation quelque soit les conditions de marchés. Quant aux fonds de pension visent à générer une performance régulière par une répartition de leurs actifs entre les actions et les obligations.

CHAPITRE IV

CADRE D'ANALYSE COMPARATIF DES STRATEGIES DES FONDS ETUDIES

Introduction

Les fonds souverains, les fonds de pension et les hedge funds se distinguent par une multitude de caractéristiques.

Gérer l'épargne pour faire face à des obligations de paiement des retraites et agir au mieux dans l'intérêt des bénéficiaires est l'obligation principale des fonds de pension, quant au hedge funds, c'est d'obtenir un meilleur rendement quel que soit les conditions de marché. Ce souhait exprimé par une clientèle de plus en plus averse au risque s'est traduit par une multiplication d'offres de produits de performance absolue. Et enfin, les fonds souverains sont créés pour répondre à plusieurs objectifs que nous allons voir en section 2.

Tous ces différents objectifs imposent aux fonds de suivre des stratégies qui leurs permettent de les réaliser.

Ce chapitre sera scindé en deux sections, la première sera consacrée à déterminer les objectifs de chaque fonds, quant à la deuxième section, nous essaierons de dégager les différences et les similitudes entre les stratégies utilisées par ces fonds, pour qu'enfin, nous pourrions répondre à notre problématique.

Section 1 : les objectifs d'investissement de chaque fonds

En déterminant les objectifs à réaliser, les fonds d'investissement sont en mesure de définir les stratégies adéquates pour les atteindre.

Dans cette section, on traitera les différents objectifs des fonds souverains, des fonds de pension et ceux des hedge funds.

1- les objectifs des fonds souverains

L'objectif capital des fonds souverains est de transférer de la richesse vers le futur pour garantir un avenir stable pour les générations futures. Toutefois, chaque fonds a un objectif précis : stabilisation des revenus, constitution d'une épargne au profit des générations

futures, financement des retraites, optimisation du rendement et la diversification de l'économie¹⁰⁵.

1-1 Stabilisation des revenus

Les Etats dont l'économie dépend de l'exportation, notamment du pétrole, soumis à des fluctuations brutales et importantes des cours. C'est pour ces raisons, un fonds de stabilisation (*stabilization fund*) a pour objectif de lutter contre la volatilité des prix des matières premières et, partant, de stabiliser les revenus provenant de leur exportation.

Les fonds de stabilisation permettent de protéger l'économie (dont le budget peut se trouver déséquilibré entre les dépenses fixées sur plusieurs années et des revenus fortement irréguliers) et les finances de ces Etats contre une telle volatilité. Leur rôle est de couvrir un revenu déséquilibré provoqué par des entrées en recettes fluctuantes et cycliques issues des ressources naturelles.

Les fonds : KIA de 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) sont tous des fonds de rente minière ont pour objectif de fructifier les recettes en périodes de cours élevé en les plaçant dans des instruments déconnectés du marché des matières premières. Les revenus produits par ces instruments seront utilisés pour absorber les chutes de cours et de couvrir en période de baisse les besoins en financement de leur gouvernement.

Les pays asiatiques trop dépendants du commerce extérieur se couvrent en créant des fonds de stabilisation. L'objectif est de se protéger contre une chute des exportations ou un changement dans les conditions de change.

Un fonds de stabilisation protège les finances publiques et l'économie nationales des fluctuations des cours des matières premières (pour les pays rentiers) et des chutes des exportations (pour les pays dépendants des exportations).

1-2 Epargne intergénérationnelle

L'objectif des fonds d'épargne (*saving fund*) est de pérenniser les revenus issus de ressources naturelles non renouvelables, et donc, garantir une épargne au profit des

¹⁰⁵ C.B.DELACOUR, *Op.cit.* 2009, page 33.

générations futures. Puisque les matières premières ne sont pas renouvelables, les Etats dont leurs économies dépendent de ces matières sont confrontés à assurer des ressources aux générations futures quant la richesse de l'Etat sera épuisée.

Les fonds intergénérationnels font fructifier la richesse d'aujourd'hui pour constituer le patrimoine de demain, et de cette manière, le fond assure une répartition équitable des revenus des ressources naturelles à travers les générations.

Tel est l'autre objectif des fonds de rente minière, tel que ADIA à Abu Dhabi, les fonds de Koweït, du Qatar, de Libye ou de Norvège. Ces fonds peuvent également lutter les effets pervers fatals d'une grande exploitation des ressources naturelles (maladie Hollandaise). Créer un fonds souverain pour placer des rentes minières d'un pays empêchera qu'elles ne soient dépensées, ce qui permet d'éviter la hausse des prix et des taux de change qui en résulteraient.

1-3 Financement des retraites

Le vieillissement de la population est un des facteurs qui peuvent pénaliser les finances des Etats dans l'avenir. La création d'un fonds souverain dont l'objectif de financer des engagements des retraites peut en constituer une solution.

Le fonds accumule et place des réserves financières tant que la population est active (contexte démographique favorable), puis les utilise pour contribuer au financement des retraites lorsque les besoins s'accroissent sous l'effet de vieillissement.

Tel est l'objectif du National Wealth Fund russe, du Future Fund australien, du Superannuation Fund néo-zélandais, du National Pension Reserve Fund irlandais, du Pension Reserves Fund chilien (différent de Stabilization fund) et du Fonds de Réserve pour les Retraites français.

1-4 Optimisation du rendement

L'optimisation du rendement des réserves de change est un autre objectif pour lequel les pays créent des fonds souverains.

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 à court terme et prudemment, dans un double objectif de sécurité et de liquidité.

Elles doivent couvrir en principe au moins trois mois d'importations ou le montant des engagements extérieurs à court terme du pays.

Contrairement à la gestion classique appliquée aux réserves officielles, ces réserves peuvent être gérées de façon plus optimale. Elles sont placées un fonds souverains pour être investies en actifs plus risqués et diversifiés, ce qui en augmente le rendement. Tel est l'objet par exemple des fonds CIC de Chine, GIC de Singapour ou KIC de Corée.

1-5 Diversification de l'économie

Tel est l'objet des fonds de développement 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 »¹⁰⁶.

Ce genre de fonds peut financer des infrastructures, établir 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, Khazanah de Malaisie, Public Investment Fund d'Arabie Saoudite, Mubadala d'Abu Dhabi, ICD de Dubai ou QIA du Qatar.

QIA a 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 service de distribution d'eau et d'énergie, ainsi qu'en service de traitement de déchets, et avec GDF Suez pour fournir des services aux collectivités locales qataries. Un autre exemple de Gulf Investment Corporation, qui a conclu avec GDF Suez en août 2008 un accord pour le développement d'un projet d'énergie hydraulique au Bahreïn pour environ 2 milliards USD.

2- les objectifs des hedge fund

Les fonds spéculatifs sont connus pour leur opportunisme. Ils peuvent rapidement prendre des positions importantes sur les marchés des actifs, pour les dénouer ensuite en fonction de la conjoncture. On sait peu de choses sur les véritables stratégies des fonds spéculatifs. Si des informations sont disponibles sur leurs actifs sous gestion et la rentabilité de leurs capitaux propres, on est bien moins renseigné sur leurs portefeuilles et leur utilisation de l'effet de levier.

¹⁰⁶ C.B.DELACOUR, *Op.cit.* 2009, page38.

Les hedge funds cherchent à offrir une performance absolue, c'est-à-dire une performance positive, quelle que soit l'évolution du marché dans son ensemble. A l'opposition de la performance relative qui est établie par rapport à un benchmark.

i- La performance absolue

Selon Denis Panel, responsable des investissements, THEAM BNP Paribas Group, « Dans le monde de la performance absolue, il n'y pas de définition précise. Un fonds de performance absolue doit offrir des performances positives sur la durée, les plus stables possibles dans le temps, quelles que soient les conditions de marché dans une enveloppe de risque bien définie. Un fonds de performance absolue est en général un mélange de stratégies dont l'objectif est de ne pas avoir de biais directionnel structurel, ce qui n'empêche pas certaines d'entre elles d'avoir un biais directionnel ponctuel.

La différence entre un fonds de performance absolue et un fonds total return est la capacité à pouvoir être «net short» d'une ou plusieurs classes d'actifs. En effet, un fonds total return est généralement un fonds «long only» qui n'a pas de position «net short». A l'inverse, un fonds de performance absolue peut avoir des positions «net short» pour réaliser des performances positives sur un actif en baisse. »¹⁰⁷

3- les objectifs des fonds de pension

« les fonds de pension regroupent l'ensemble des caisses de retraites des salariés créées au sein des entreprises ou groupes d'entreprises du secteur privé (fonds de pension privés) et du secteur public (fonds des entreprises et des administrations publiques). Ces fonds collectent des cotisations salariales et/ou patronales, les gèrent par capitalisation, et financent les retraites sous forme de versement d'un capital ou d'une rente viagère »¹⁰⁸.

D'après cette définition, on conclut que les fonds de pension reçoivent les cotisations des travailleurs et ont pour objectif de les faire fructifier sur le long terme, c'est-à-dire, jusqu'à ce que le travailleur atteigne l'âge de retraite. En principe, il devrait avoir une gestion moins court-termiste, plus favorable au développement industriel des sociétés dont il est actionnaires.

¹⁰⁷ Les tables rondes de fonds magazine « En quête de la performance absolue », n° 53,54, décembre 2012, page 29.

¹⁰⁸ Najat EL MEKKAOUI : «comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE », Revue d'Economie internationale, n° 70, 2^{ème} trimestre 1997. Page 37.

Section 2 : Essai de comparaison des stratégies des fonds souverains, les fonds de pension et les hedge funds

On ne peut jamais cerner tous les points distinctifs relatifs aux différentes stratégies élaborées par les trois fonds. C'est pour ces raisons que nous avons opté pour une sélection de paramètres qui nous permettent d'établir cette comparaison.

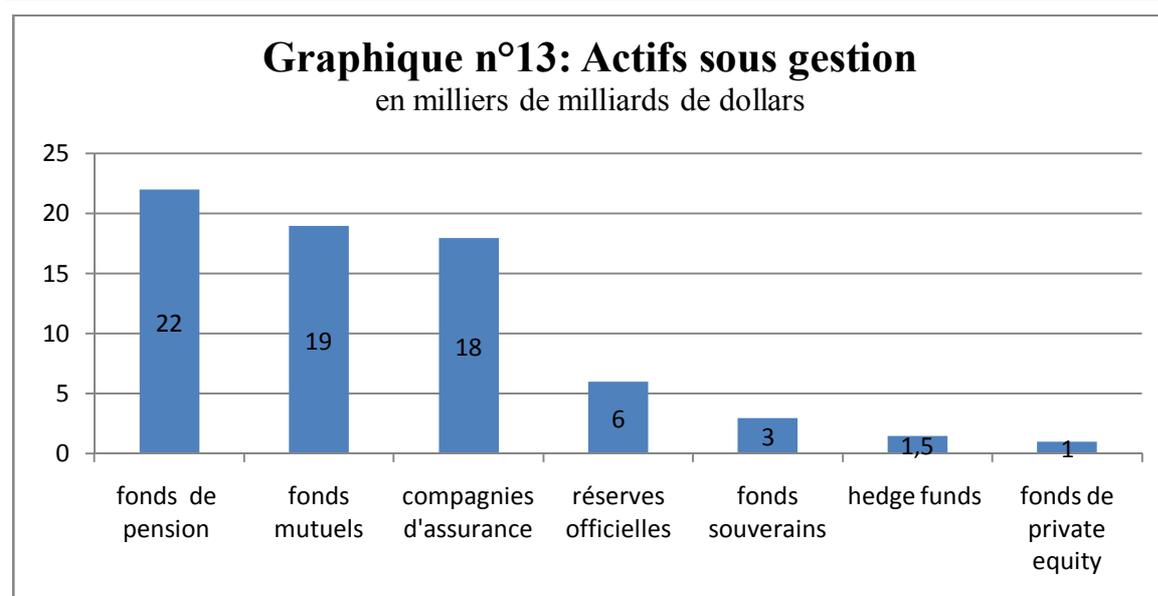
Afin de procéder cette comparaison, notre étude s'appuiera sur les points suivants : les actifs gérés par chaque fonds, les classes d'actifs et secteurs ciblés par chaque fonds, la rotation de leurs portefeuilles et enfin la gestion de risque de chaque fonds.

1- les actifs sous gestion

Nous commençons notre comparaison par le montant des actifs gérés par les fonds souverains par rapport aux autres fonds.

Une étude réalisée par Morgan Stanley sur la taille des fonds souverains par rapport aux autres catégories de véhicules d'investissement en février 2008, montre que les fonds souverains ont dépassés les hedge funds (le double des actifs gérés par les hedge funds 1500-2000) et les private equity (le triple des actifs gérés par les fonds de private equity 1000). Mais pour les autres catégories, ils représentent environ :

- 1/7 des actifs gérés par les fonds de pension ;
- 1/6 des actifs gérés par les compagnies d'assurance ;
- 1/3 des actifs gérés par les fonds mutuels ;
- Moins de la moitié des réserves de change mondiales.



Source : « bilan et perspectives des fonds souverains » banque de France, Focus n° 1, 28 novembre 2008. Page 3.

Tableau n°24 : taille des investisseurs institutionnels de long terme en 2009 (En milliers de milliards de dollars)

Fonds de pension (1)	29,5
Compagnies d'assurances (2)	20,0
Fonds souverains et fonds de réserves publics (3)	3,8
Les hedge funds	1,5
Investisseurs institutionnels potentiellement de long terme (1+2+3)	53,3

Source : Thibaut Sartre « les entreprises face aux fonds souverains », les notes de l'Institut, janvier 2011. Page 16.

D'après ce tableau, nous constatons que l'évolution des actifs est plus importante pour les fonds souverains et les fonds de pension. Le tableau suivant illustre l'évolution des actifs de certains investisseurs par rapport à l'année 2008. Les actifs des fonds de pension ont augmentés de 7000, les compagnies d'assurances de 2000 et les fonds souverains de 8000.

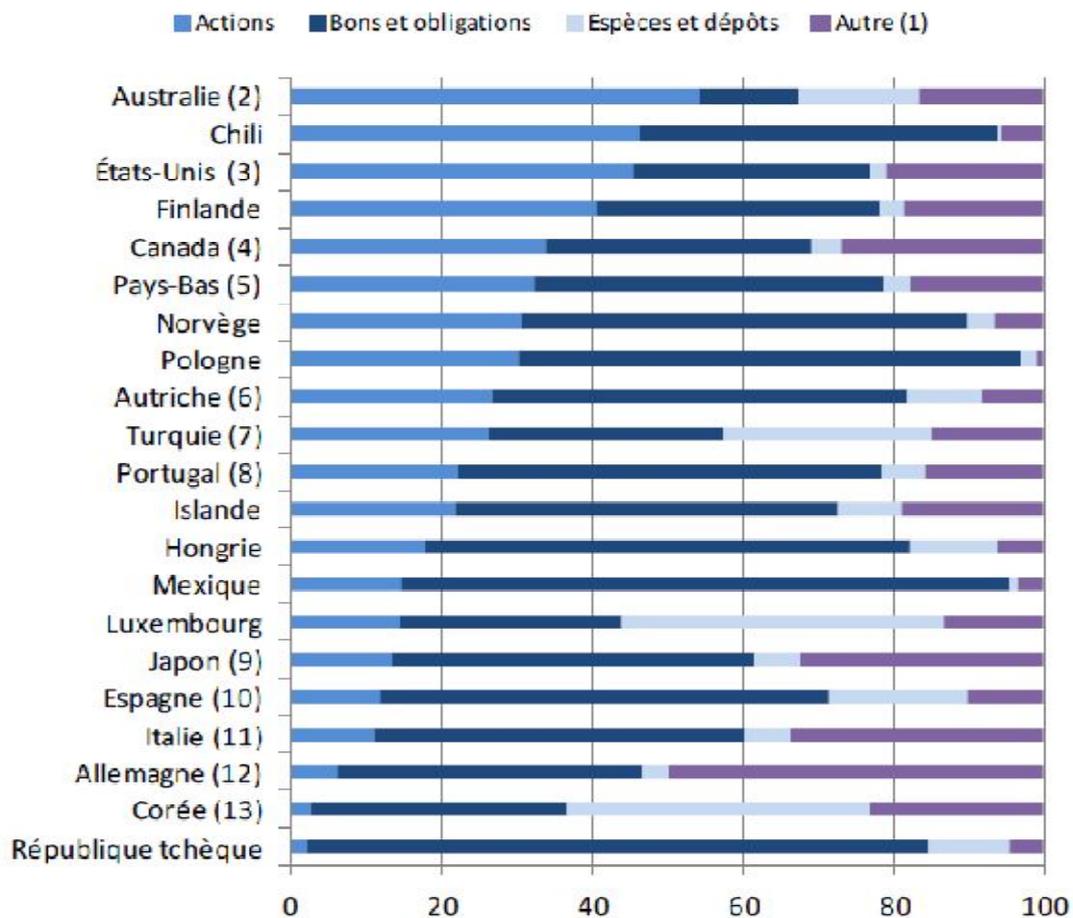
2- La diversification et la répartition de leur placement

Tous ces fonds diversifient leur portefeuille entre les actions, obligations, et d'autres produits financiers. Néanmoins, dans les cas des hedge funds on s'intéresse particulièrement aux types de stratégie adoptée qu'aux classes d'actifs.

2-1 les fonds de pension

En 2009, les actions et les obligations étaient les catégories d'actifs prédominantes au sein des portefeuilles des fonds de pension. Comme nous pouvons le constater dans le graphique ci-après, certains fonds privilégient les actions, signe de leurs perspectives d'investissement de long terme. Ainsi, en 2009, le *National Pension Reserve Fund* irlandais a investi 72% de ces actifs en actions et 5,5% en obligations, alors qu'en Norvège ces chiffres étaient de 61,4% et 33,9% respectivement, en Suède (fonds AP3) de 50,2% et 35,6% et en Australie de 44,2% et de 23,7%. En revanche, au Japon, au Portugal, en Pologne et au Mexique, les fonds étaient beaucoup plus investis en obligations qu'en actions.

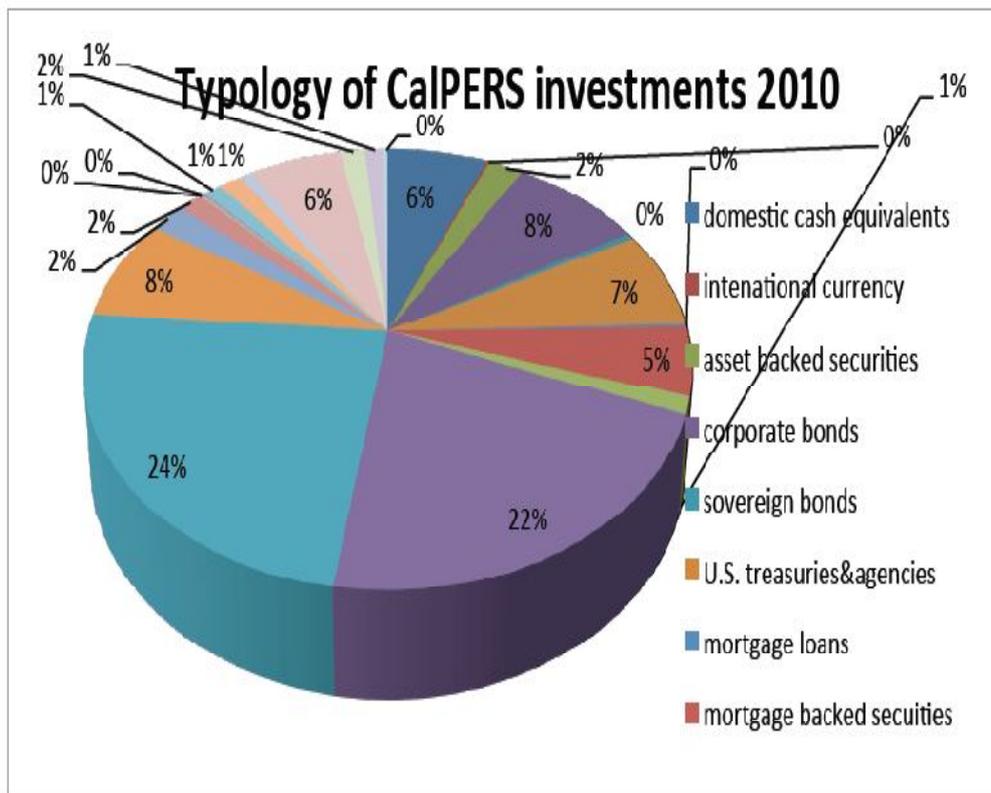
Graphique n°14 : Allocations des actifs des fonds de pension dans différentes catégories d'investissement dans certains pays de l'OCDE en 2009 (En pourcentage de total de l'investissement)



Source : OCDE « le point sur les marchés des pensions », numéro 7, juillet 2010. Page 6.

2-1-1 Exemple de CalPER

Graphique n° 15 : Typologies d'investissement de CalPERS 2010.



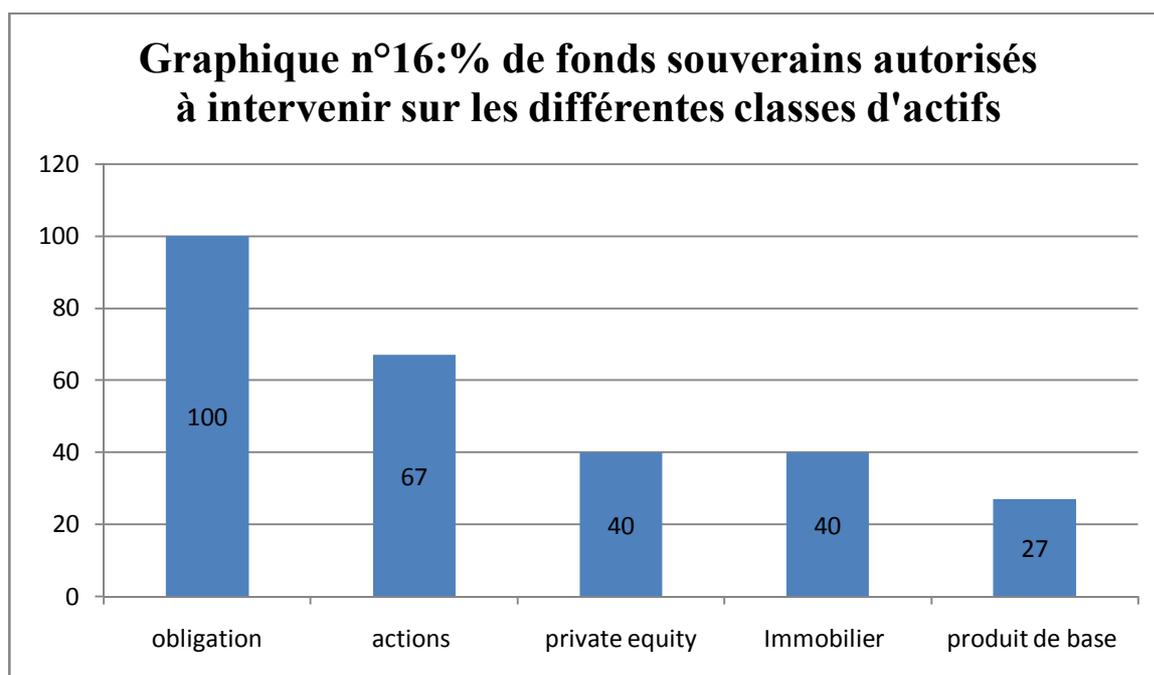
Source : Philippe Bernard, Najat El Mekkaoui de Freitas : « Projet de gestion des risques et les fonds de pensions », juin 2011. Page 13.

Le graphique ci-dessus montre que le fonds se caractérise par un investissement massif dans les domestic equity options et international equity options en 2010. En dehors de ces deux segments d'investissement, le fonds a tendance à diversifier ses actifs en investissant dans d'autres titres tels que les obligations de sociétés, titres adossés à des hypothèques, bons de trésor américain etc....

Dans la structure d'investissement de CalPERS, on constate que la part des actions et des obligations occupent 45% du total, dont la moitié sur le marché américain.

2-2 les fonds souverains

L'enquête faite par le fonds monétaire internationale en 2008, montre que 100% des fonds interrogés investissent dans les obligations, 67% dans les actions, et 40% dans les fonds de private equity et l'immobilier.



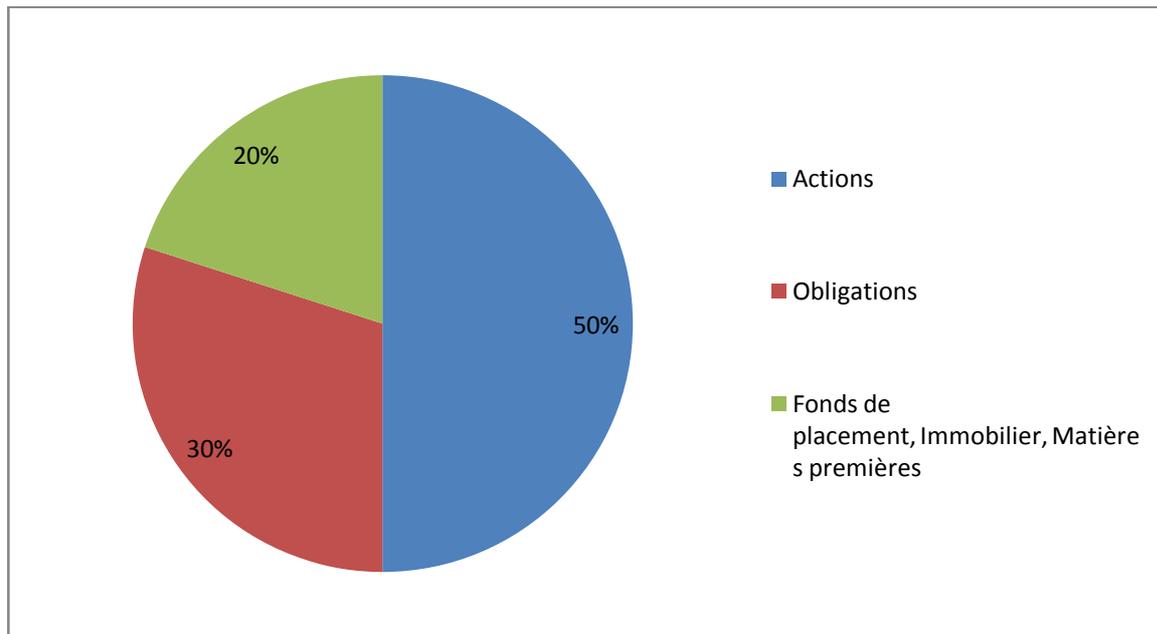
Source : Jérôme Schmitt, Frédéric Lucand, Christophe Roques « les fonds souverains dans le capital d'une entreprise internationale, enjeux et perspectives », Institut de l'Entreprise, 8 avril 2011. Page 8.

2-2-1 exemple de fonds singapourien GIC

Les placements de government Investment Corporation (GIC) sont très diversifiés, tant en terme de dispersion géographique que de type d'investissement (voir le graphique ci-dessous). Ses actifs étaient composés à 50% actions, 30% obligations et 20% dans des fonds d'investissement privés, de l'immobilier, et des matières premières, 45 à 50% aux Etats-Unis, 30% en Europe, 10% au Japon et 10% dans le reste de l'Asie.¹⁰⁹

¹⁰⁹ « Fonds souverains, questions pour les syndicats », global union, Suisse, 2007. Page 11.

Graphique n°17 : répartition supposée du GIC Singapourien

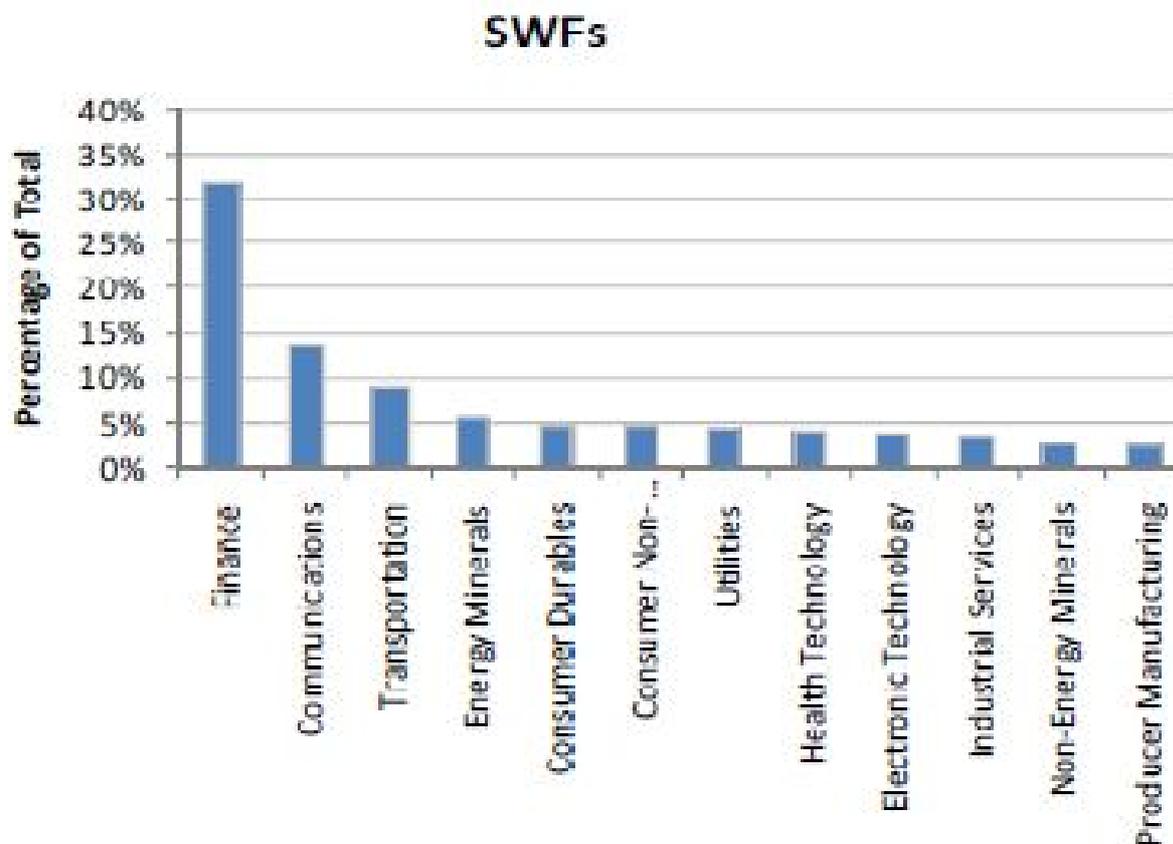


Source : « Fonds souverains, questions pour les syndicats », global union, Suisse, 2007. Page 11.

2-2-2 Les secteurs privilégiés par les fonds souverains

Les secteurs privilégiés par les fonds souverains comme le graphique ci-après l'illustrent, sont la finance (32%), les medias (14%), transport (9%), l'énergie (5,5%), etc.

Graphique n°18 : les secteurs d'investissement des SWF



Source: OECD development centre, « Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds by Rolando Avendano and Javier Santiso

2-3 les hedge funds (les hedge funds ne constituent pas une classe d'actifs, mais un style de gestion)

En termes de stratégie de diversification, il faut faire attention à ne pas considérer les hedge funds en tant que classe d'actifs au même titre que les actions ou les obligations, ou encore l'immobilier. Les hedge funds ne constituent pas une classe d'actifs mais bien un style d'investissement particulier. D'ailleurs, il serait faux de les considérer de la sorte dans la mesure où la performance qu'ils génèrent provient de classes d'actifs déjà existantes : actions, obligations, etc.

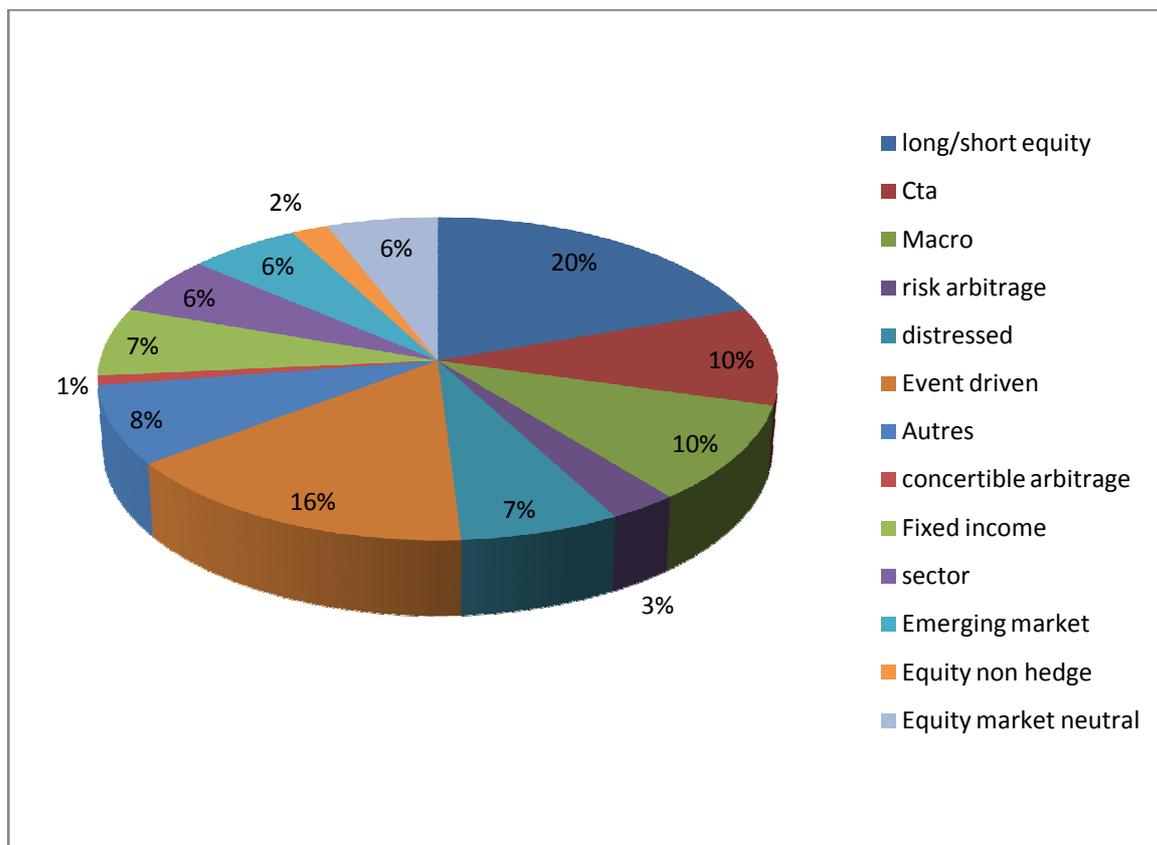
Cet aspect pose d'ailleurs le problème de la corrélation entre les actifs du portefeuille classique et ceux du portefeuille alternatif de hedge funds. Si, dans un souci de diversification

l'investisseur combine les deux, il se peut que le portefeuille classique et le portefeuille alternatif soient composés de titres similaires, ce qui peut augmenter la sensibilité à certains facteurs et augmenter la volatilité totale plutôt que la réduire.

Si par exemple un investisseur possède un portefeuille très corrélé au secteur énergétique, et qu'en guise d'instrument de diversification il ajoute un hedge fund Long Short avec un biais sur l'énergie, la sensibilité au marché énergétique risque d'augmenter, alors que l'objectif initial était la diminution du risque global et la sensibilité à des facteurs spécifiques tel le secteur énergétique.

Le graphique 19 rapporte la répartition l'industrie des hedge funds par stratégie. Il s'agit principalement des stratégies *even driven* (16%), *distressed securities* (7%), *macro* (10%), *long/short equity* (30%), *emerging market* (6%), *fixed income* (7%) et *convertible arbitrage* (1%).

Graphique n°19 : Répartition de l'industrie des hedge funds par stratégie d'investissement (à partir des actifs sous gestion)



Source : Daniel CAPOCCI « Introduction aux hedge funds », Ed ECOOMICA, paris, 2010, page 30.

3- Le taux de rotation de portefeuille

Le taux de rotation d'un portefeuille reflète le nombre de changements apportés à la composition des placements dans un portefeuille, qu'il s'agisse d'un fonds commun de placement ou d'actifs gérés par un représentant financier. Le taux de rotation du portefeuille correspond à la somme des mouvements (achats et ventes de titres), diminuée du montant net des souscriptions/rachats, rapportée à l'actif net moyen constaté sur la période.

Dans le tableau ci-dessous, les fonds souverains apparaissent comme des pourvoyeurs capitaux qu'il convient de ne pas rejeter, d'autant que le taux de rotation de leurs actifs semble relativement faible comparé à ceux d'autres investisseurs, accréditant ainsi leur horizon long-termiste.

L'importance d'avoir un investisseur de rotation faible dans le portefeuille d'une entreprise, c'est disposer d'un actionnaire plus stable et donc mener une politique de développement industriel sans la menace de ces fonds propres se retirer en cas de rendement insuffisant, à la différence des hedge funds.

Tableau n°25 : Taux de rotation des actifs des principaux investisseurs de long terme

Type d'investisseur	Taux de rotation (en %)
Fonds de pension	108,9
Conseils en investissement	75,5
Fonds spéculatifs	42,2
Fonds souverains	38,2
Fonds mutuels	38
Banques	26,7
Compagnies d'assurances	24

Source : Thibaut Sartre « les entreprises face aux fonds souverains », les notes de l'Institut, janvier 2011. Page 17.

4- modes de gestion

En plus de la diversification de leurs portefeuilles particulièrement entre action, obligation, et une répartition géographique de leurs investissements. Les modes de gestion est le facteur le plus important qui distingue ces trois fonds.

Deux modes de gestion distinguent ces trois fonds : la gestion traditionnelle et la gestion alternative.

4-1 la gestion traditionnelle

La gestion traditionnelle est le plus souvent indicielle, les gérants étant très fortement limités sur l'utilisation de levier ou de produits dérivés. Leur performance provient essentiellement d'expositions statiques et positives aux actifs standards : le bêta¹¹⁰ (coefficient permettant d'établir dans quelle mesure le rendement d'un titre suit l'évolution de l'indice boursier. Il s'agit d'une mesure de risque relatif¹¹¹).

Cette méthode est généralement utilisée par les fonds souverain et les fonds de pension. Elle est pratiquée par ces deux fonds pour des raisons de sécurité.

4-2 la gestion alternative

Les stratégies d'investissement alternatives mises en œuvre par les gérants de hedge funds peuvent être générés par :

- Des expositions systématiques aux classes d'actifs standards : le bêta.
- Par le stock picking (sélection individuelle d'action, qui veut dire, technique de sélection de titres par laquelle les gérants cherchent à identifier des titres individuels attrayants en les analysant individuellement) exercé par le gérant, ou par la réalisation d'opération d'arbitrage totalement couvertes : l'alpha.
- La gestion tactique et stratégique des expositions dans le temps : le bêta alternatif.

Généralement les fonds alternatifs se distinguent des autres fonds par l'utilisation des produits dérivés, de la vente à découvert ainsi que de l'effet de levier.

4-2-1 Effet de levier

L'effet de levier est un outil largement utilisé par les hedge funds, alors que les gérants classique sont très prudents quand ils utilisent. Cette technique permet aux hedge funds d'augmenter leur exposition à un titre, un secteur ou un marché pour un niveau de capital initial identique. Les gérants peuvent créer du levier de différentes manières. La plus simple étant l'emprunt de capitaux auprès d'une institution financière, d'autres manières de créer de

¹¹⁰ Guillaume Monarcha «Les hedge funds, leurs stratégies, leur avenir » service de la recherche économique NATIXIS, Paris, 2008, page 24.

¹¹¹ Daniel CAPOCCI, *Op. Cit.* Page 516.

levier incluent des produits dérivés comme des *futures*. Le recours à des ventes à découverts, etc.

Les gérants utilisent cette technique pour deux raisons. Premièrement, lorsqu'ils estiment que l'investissement qu'ils ciblent avec la liquidité supplémentaire leur rapportera plus que le coût de la liquidité. Ensuite, lorsqu'ils appliquent des stratégies d'arbitrage et qu'ils cherchent à démultiplier les gains réalisés.

Les stratégies dans lesquelles les hedge funds recourent le plus souvent au levier, comme le tableau ci-après l'illustre, sont les fonds *macro*, les fonds qui appliquent la stratégie *market neutral arbitrage* et les *special situation*. Les fonds de *distressed securities* sont ceux qui utilisent le moins fréquemment et le moins faiblement le levier.

Tableau n°26 : Utilisation du levier

	Pas de levier	Utilisent le levier		
		Faiblement (< 2 :1)	Fortement (>= 2 :1)	Total
Agressive growth	27,7%	55,1%	17,2%	72,3%
Distressed securities	49,4%	48,1%	2,5%	50,6%
Emerging markets	35,0%	50,0%	15,0%	65,0%
Funds of funds	30,9%	52,2%	16,9%	69,1%
Income	42,9%	31,9%	25,3%	57,2%
Macro	19,4%	22,0%	58,7%	80,7%
Market neutral arbitrage	28,5%	31,3%	40,2%	71,5%
Market timing	39,1%	22,6%	38,3%	60,9%
Opportunistic	24,5%	44,0%	31,5%	75,5%
Multi-strategy	32,1%	46,9%	21,0%	67,9%
Short sellers	38,6%	40,9%	20,5%	61,4%
Special situation	23,0%	60,9%	16,1%	77,0%
Value	32,2%	53,6%	14,2%	67,8%
Total	25,4%	45,3%	29,3%	74,6%

Source : Daniel CAPOCCI « introduction aux hedge funds » ed ECONOMICA, Paris, 2010, page 135.

4-2-2 La vente à découvert

La vente à découvert consiste en la vente d'un titre qu'on ne possède pas dans le portefeuille. Il faut emprunter le titre afin de le vendre directement. Ensuite, à un moment futur, on rachète le titre afin de le rendre à la personne ou l'institution qui nous l'a prêté.

La vente à découvert est intéressante dans deux cas :

Profiter de la baisse du cours d'un titre : on emprunte le titre puis on le vend au cours actuel. Ensuite, on le rachète à moment futur afin de restituer à la personne ou l'institution qui nous l'a prêté. On réalise un gain si le prix du titre a baissé entre le moment de l'emprunt et le moment de l'achat. Par exemple, un titre à $t=0$ vaut 20, le gérant pense que le titre est surévalué ou qu'un événement impliquant une révision à la baisse va se produire. Il vend donc le titre qu'il a emprunté. Si à $t=1$, le titre vaut 15, il le rachète, le rend à son propriétaire, et empoche 5 de bénéfice, la différence entre le prix d'achat et le prix de vente.

- Couvrir le risque d'une position longue : certains gérants prennent des positions dans certains titres mais que, temporairement, il désire couvrir sa position sans vendre le titre. Dans ce cas, il peut vendre à découvert un titre lié au premier afin de se couvrir.

4-2-3 Les produits dérivés

Les produits dérivés ont été mis au point pour couvrir les risques liés au change, aux taux d'intérêt et principalement à la volatilité. Ils peuvent être utilisés dans un but de couverture ou spéculatif.

Les principales catégories d'instruments dérivés sont : les options, les warrants et les futures. Mais l'instrument le plus utilisé est les futures, un moyen qui permettent une exposition sans utilisation de liquidités.

5- Tableau comparatif

Fonds Caractéristique	Fonds souverains	Fonds de pension	Hedge funds
La taille des industries (les actifs sous gestions).	Les actifs gérés par les fonds souverain d'après les estimations de 2009, ils gèrent 3800 milliards USD. Un montant qui est très inférieur à celui des fonds de pension mais le double de celui des hedge funds.	En fin 2009, l'industrie des fonds de pension est estimée à 29500 milliards de dollars, une valeur très importante par rapport à celle des fonds souverains et plus importante à celle des HF.	Le monde des hedge funds reste de moindre importance que l'industrie des fonds souverains et des fonds de pension, l'industrie des H.F dispose d'actif sous gestion globaux de l'ordre de 1500 M USD fin 2009.
La diversification du portefeuille.	Le portefeuille se répartit entre : actions, obligations, produits de taux, etc. En diversifiant le portefeuille et en suivant un indice de référence, les fonds souverains réalisent leurs résultats.	Le portefeuille se répartit entre actions, obligations, etc. Les fonds de pension, eux aussi font la même chose que les FS, diversifier le portefeuille et suivre un indice de référence.	Pour les HF, on parle surtout de style (stratégie) d'investissement. Les hedge funds ne diversifient pas leur portefeuille (choisir une stratégie unique) et utilisent massivement les produits dérivés, l'effet de levier et la vente à découvert.
Le taux de rotation du portefeuille.	Relativement faible (investisseur long-termiste)	Il est très élevé (investisseur de court terme)	Plus élevé à celui des fonds souverains. (investisseur de court à moyen terme)

Chapitre IV : Cadre d'analyse des stratégies des fonds souverains, les hedge funds et les fonds de pension

<p>Modes de gestion.</p>	<p>les fonds souverains répartissent leurs approches d'investissement entre classique et alternative. Toutefois, ils préfèrent la gestion classique.</p>	<p>Dans le cas des fonds de pension, leur gestion ressemble à celle des fonds souverains. Pour longtemps, ils préfèrent la gestion classique, mais, ils dirigent de plus en plus vers la gestion alternative.</p>	<p>En adoptant une gestion d'investissement alternative en cherchant une performance absolue, c'est évident que le risque à prendre soit très élevé. Mais en contre partie, le rendement aussi sera très élevé. Les hedge funds, contrairement aux FS et FP utilisent l'effet de levier la vente à découvert et les produits dérivés.</p>
---------------------------------	--	---	---

Source : élaboré par nous même.

Conclusion

Pour conclure ce chapitre, il est utile de rappeler que les fonds souverains, les fonds de pension et les hedge funds n'ont ni les mêmes objectifs, ni les mêmes outils ou stratégies pour réaliser leurs objectifs, ni les mêmes législations qui encadrent l'investissement de ces fonds.

Sachant que notre étude de comparaison n'est pas exhaustive, nous pouvons dégager les résultats suivants :

- La taille de l'industrie des fonds souverains est moyenne par rapport à celle des fonds que nous avons vus.
- Un taux de rotation qui est très élevé pour les fonds de pension, moyen pour les hedge funds et plus inférieur pour les fonds souverains.
- Les fonds souverains sont des investisseurs qui cherchent un meilleur rendement en diversifiant leur portefeuille entre les actions et les obligations notamment, et en cherchant une performance supérieure à celle d'un indice boursier, un comportement qui ressemble à celui des fonds de pension. Par contre aux hedge funds, ils diversifient surtout leurs stratégies visant à offrir des performances positives peu importe les conditions de marché.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion générale

Les fonds souverains deviennent une puissance incontestable de la sphère financière internationale et ils jouent un rôle prépondérant. Grace aux interventions effectuées lors de la crise des subprimes, les fonds souverains se sont imposés comme une puissance financière qui s'ajoutent à celle existantes déjà, fonds de pension, fonds alternatifs, compagnies d'assurance, fonds mutuels.

Nous avons vu que les fonds souverains utilisent plusieurs stratégies et qu'ils ciblent plusieurs objectifs (stabilisation des revenus, constitution d'une épargne au profit des générations futures, financement des retraites, optimisation du rendement et la diversification de l'économie). Mais malgré cette classification d'objectifs pour certains, les objectifs des fonds souverains sont essentiellement financier pour d'autres. Dans son rapport, Alain Demarolle a distingué deux approches principales d'investissement au sein des fonds souverains : les gestionnaires de portefeuille et les fonds d'investissement. La première consiste principalement en une diversification de leurs investissements en fonction de critères globaux visant à dépasser des index de performance de référence (sans aucune spécialisation sectorielle ni volonté de s'impliquer dans la gestion des sociétés dans lesquelles ils investissent), cette approche caractérise des fonds tels que ADIA (Abu Dhabi), GPF (Norvège) et GIC de Singapour. Quant aux fonds d'investissement, contraire aux premiers, font place à une spécialisation sectorielle qui peut résulter de choix stratégiques des autorités publiques. Il en va ainsi de Temasek à Singapour, de Mubadala à Abu Dhabi, du Qatar investment Authority ou de Dubaï. Au-delà de cette distinction théorique, les objectifs des fonds souverains sont strictement financiers, comme le souligne Lim Hng Kiang, ministre de l'économie de Singapour : « Nos fonds ont un mandat clair : leur rôle consiste à protéger l'épargne des citoyens Singapouriens et à la faire fructifier. Il s'agit d'un objectif strictement financier et ne répond à aucune stratégie politique. Nous ne voulons pas prendre le contrôle des sociétés.

Nous avons vu aussi les différents investisseurs institutionnels, sachant qu'on les a limités aux hedge funds et aux fonds de pension. Ces deux fonds aussi, chacun d'eux a un objectif à réaliser. Les hedge funds cherchent à offrir une performance absolue, qui veut dire réaliser une performance positive quelle que soit l'évolution du marché. Quant aux fonds de pension, ils reçoivent les cotisations des travailleurs et de les faire fructifier sur le long terme.

Afin de répondre sur notre problématique qui est « Est-ce les stratégies des fonds souverains sont les mêmes avec celles des autres investisseurs institutionnels » et dont l'objectif est de vérifier l'existence ou non des similitudes entre les stratégies des trois fonds que nous avons pris en considération, nous avons présenté au premier lieu le cadre théorique de notre travail. Premièrement, on a essayé de donner une vue globale des fonds souverains (définition de ces fonds et les raisons qui compliquent leur unification, leur mondialisation et la place qu'ils ont acquiert sur les marchés financiers). Deuxièmement, nous avons tenté d'étudier les stratégies qui garantissent la continuité et la force des fonds souverains. Troisièmement, nous avons présenté les principales catégories des investisseurs institutionnels, et pour bien cerner notre étude on a détaillé les stratégies des fonds de pension et les hedge funds uniquement.

En second lieu, nous avons tenté de faire une analyse comparative des stratégies des fonds étudiés. Nous avons élaboré notre comparaison en s'appuyant sur quatre points : la taille de l'industrie de chaque fonds, la répartition de leurs portefeuilles, le taux de rotation de leurs capitaux et enfin le mode de gestion utilisé dans leur investissement.

Résultats de la recherche :

Après avoir tenté de décrire les fonds souverains et les principales stratégies utilisées sur les marchés en s'appuyant sur la littérature disponibles sur ce sujet, et de présenter les stratégies des fonds de pension et celles des hedge funds, nous sommes en mesure de dégager les résultats suivants :

- Les objectifs recherchés sont différents d'un fonds à l'autre, les fonds de pension fructifient l'épargne d'une façon sûre pour assurer des versements des retraites, quant aux hedge funds essaient de rassasier l'avidité au rendement élevé quelque soit le risque. Dans ces deux cas, l'objectif est totalement financier. Pour les fonds souverains, les objectifs sont multiples. Néanmoins, l'objectif de la majorité absolue des fonds souverains reste financier pour certains.

- Les stratégies des fonds souverains et des fonds de pension sont beaucoup plus traditionnelles en diversifiant leurs portefeuilles entre actions et obligations notamment, en essayant dans la plupart des cas de suivre un indice de référence (Benchmark). Par contre, les hedge funds adoptent des stratégies alternatives basées particulièrement sur l'utilisation des stratégies alternatives comme le Long/short equity, le trading, l'arbitrage,... caractérisées par

l'utilisation de l'effet de levier, la vente à découvert et les produits dérivés. Les hedge funds s'adaptent avec n'importe quelle situation économique en utilisant des méthodes adéquates.

Les fonds souverains, les fonds de pension et les hedge funds n'ont ni les mêmes outils ou stratégies, ni les mêmes objectifs. Cependant, ils partagent un objectif commun, celui de maximiser leur rendement.

Enfin, nous disons que les fonds souverains sont des investisseurs comme les autres, néanmoins, ils utilisent des stratégies qui lui conviennent pour réaliser les objectifs qu'on leur exige d'atteindre.

Table des matières

Introduction générale.....	07
Chapitre I: les fonds souverains, acteur majeur du système financier international.....	12
Introduction.....	12
Section 1: l'ambiguïté de la définition des fonds souverains.....	12
1- Quelques définition : un problème de fonds.....	12
2- Les raisons de la difficulté de définition.....	16
2-1 Le manque de rigueur dans la détermination de l'échantillon.....	16
2-2 Les fonds souverains sont-ils toujours souverains.....	16
2-3 L'opacité	16
3- Typologies des fonds souverains.....	19
3-1 Une typologie fonctionnelle (Deutsche Bank).....	19
3-2 Une typologie selon l'origine de la rente (Betbèze).....	20
3-3 Une typologie historique (selon Alain Demarolle).....	20
3-4 Une typologie fondée sur la transparence de la stratégie d'investissement.....	22
4- genèse et développement des fonds souverains.....	23
Section 2 : la distribution géographique des fonds souverains.....	24
1- une répartition planétaire.....	24
1-1 Les fonds africains.....	24
1-2 Les fonds des deux Amériques	25
1-3 Les fonds asiatique	25
1-4 Les fonds de l'Australie.....	26
1-5 Les fonds européens.....	26

1-6 Les fonds du Moyen-Orient.....	27
2- La taille et le poids des fonds souverains.....	29
Section 3 : les fonds souverains, investisseurs inéluctables de la finance mondiale.....	31
1- l'introduction des fonds souverains dans l'économie mondiale.....	31
2- les fonds souverains et la crise financière mondiale 2007/2008.....	34
2-1 Les raison d'un sauvetage.....	34
2-2 Les acteurs du sauvetage.....	35
3- l'influence des fonds souverains sur les marchés financiers.....	39
4- le changement du comportement des fonds souverains après la crise des subprimes.....	41
Conclusion.....	42
Chapitre II : la gouvernance et les stratégies d'investissement des fonds souverains.....	45
Introduction.....	45
Section 1: la gouvernance des fonds souverains.....	45
1- le mode organisationnel type des fonds souverains.....	45
2- séparation entre le directoire et le conseil de surveillance.....	46
3- une volonté pour une gestion transparente des fonds souverains.....	48
Section 2: stratégies d'investissement des fonds souverains.....	51
1- la politique géographique et sectorielle des fonds souverains.....	51
1-1 Les destinations préférées des fonds souverains	52
1-2 La stratégie sectorielle des fonds souverains.....	53
2- Les approches d'investissement des fonds souverains.....	57
2-1 L'approche passive.....	57
2-1-1 La stratégie prudente.....	58
2-1-2 La stratégie agressive.....	60

2-2 L'approche stratégique.....	60
3- Un besoin important d'investisseurs de long terme.....	63
3-1 Définition d'un investisseur de long terme.....	63
3-2 Les fonds souverains sont-ils des investisseurs de long terme.....	63
Section 3 : l'allocation d'actif et la gestion des risques.....	65
1- les modes de gestion des fonds souverains.....	65
1-1 la gestion classique.....	65
1-1-1 la gestion indicielle	65
1-1-2 la gestion active	66
1-1-2-1 la gestion indicielle étendue	66
1-1-2-2 la gestion active à référence indicielle	66
1-2 la gestion alternative	66
2- allocation d'actifs diversifiée.....	68
3- La gestion des risques par la diversification.....	70
3-1 Une présence multipolaire.....	70
3-1-1 Une diversification spatiale	70
3-1-1-1 le cas du fonds norvégien le Government Pension Fund Global	70
3-1-1-2 le cas du fonds Abudhabien MUBADALA	71
3-1-2 Une répartition des rôles.....	72
3-1-2-1 TEMASEK : investit majoritairement en Asie.....	72
3-1-2-2 G.IC : investit majoritairement hors d'Asie.....	73
3-2 Une diversification multisectorielle	74
3-2-1 diversification sectorielle d'I.C.D (Dubai International Capital	74
3-2-2 la diversification sectorielle du fond Chinois SAFE	75

3-2-3 la diversification sectorielle du fond norvégien G.P.F.G	76
3-2-4 la diversification de TEMASEK (Singapour)	77
3-2-5 la diversification sectorielle de G.IC (Singapour)	79
3-2-6 la diversification du fonds abudhabien MUBADALA	81
4 - la gestion des risques en tant que processus continu.....	82
4-1 la phase préalable (pre-trade)	82
4-2 la mise en œuvre de la décision de l'investissement (trade-implementation)...	83
4-3 Analyse des risques et suivi du portefeuille (post-trade analysis and monitoring).....	83
Conclusion.....	84
Chapitre III : la diversité des fonds d'investissement traditionnels et leurs stratégies...86	
Introduction.....	86
Section 1 : les fonds des investisseurs institutionnels.....	86
1- les fonds de pension.....	87
1-1 définition des fonds de pension.....	87
1-2 les types des fonds de pension.....	88
1-2-1 les fonds à prestations définies (DB).....	88
1-2-2 les fonds à contribution définies (DC).....	88
2- les fonds mutuels (organismes de placement collectifs).....	88
2-1 définitions des fonds mutuels.....	88
2-2 les types des fonds mutuels.....	89
2-2-1 les fonds à revenu fixe.....	89
2-2-2 les fonds indiciels	89
2-2-3 les fonds d'action.....	90
2-2-4 les fonds à caractère social.....	90
3- les organismes de placement collectif des valeurs mobilières.....	90

3-1	les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV).....	90
3-2	les fonds commun de placement (FCP).....	91
4-	les fonds alternatifs.....	91
4-1	les hedge funds (les fonds spéculatifs).....	91
4-2	les private equity funds (les fonds de capital-investissement).....	93
Section 2 :	les stratégies des hedge funds.....	94
1	les stratégies de type Long/Short equity.....	94
1-1	principe de fonctionnement.....	95
1-2	les sous-stratégies particulières.....	95
1-2-1	les fonds généraliste.....	95
1-2-2	les fonds spécialisés	96
1-2-3	les fonds des marchés émergents (emerging markets).....	97
1-2-4	les vendeurs nets à découvert (dedicated <i>short bias</i>)	97
1-2-5	les fonds actions neutres au marchés (equity market neutral)	98
1-3	exemple illustratif d'une stratégie Long/short equity.....	98
1-4	avantages et inconvénients.....	99
2	les stratégies de trading.....	99
2-1	les fonds de type global macro.....	99
2-1-1	le principe de fonctionnement.....	100
2-1-2	exemple d'une stratégie global macro.....	101
2-1-3	avantages et inconvénients.....	103
3	les stratégies d'arbitrage.....	103
3-1	la stratégie Relative Value Arbitrage.....	104

3-1-1 le principe de fonctionnement.....	104
3-1-2 exemple illustratif.....	105
3-1-3 avantages et inconvénients.....	107
Section 3 : les stratégies d'investissement des fonds de pension.....	107
1- l'importance financière des fonds de pension et la structure de leurs portefeuille.....	108
1-1 l'importance financière des fonds de pension pour les pays de l'OCDE	108
1-2 la structure du portefeuille	109
1-2-1 actions versus obligations.....	110
1-2-2 national versus international.....	111
2- une typologie de l'activisme des fonds et le choix des entreprises cibles.....	112
2-1 le fonds de CalPERS.....	114
Conclusion.....	115
Chapitre IV : un cadre d'analyse comparatif des stratégies des fonds étudiés.....	117
Introduction.....	117
Section 1 : les objectifs de chaque fonds.....	117
1- les objectifs des fonds souverains.....	117
1-1 stabilisation des revenus.....	118
1-2 épargne intergénérationnelle	118
1-3 financement des retraites.....	119
1-4 optimisation du rendement	119
1-5 diversification de l'économie	120
2- les objectifs des fonds de pension.....	120
3- les objectifs des hedge funds.....	121

Section 2 : essai de comparaison des stratégies des fonds étudiés.....	122
1- les actifs sous gestion.....	122
2- la diversification et la répartition de leur placement.....	123
2-1 les fonds de pension.....	124
2-1-1 exemple de CaLPERS	125
2-2 les fonds souverains.....	125
2-2-1 exemple de fond singapourien G.IC.....	126
2-2-2 les secteurs privilégiés par les fonds souverains.....	127
2-3 les hedge funds.....	128
3- le taux de rotation de leurs portefeuilles.....	130
4- modes de gestion.....	130
4-1 la gestion traditionnelle	131
4-2 la gestion alternative.....	131
4-2-1 effet de levier	131
4-2-2 la vente à découvert	133
4-2-3 les produits dérivés	133
Conclusion.....	135
Conclusion générale.....	137
La bibliographie	146

La bibliographie

Ouvrages

- 1- BERTIN DELACOUR Caroline : « les fonds souverains ; ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Ed Les Echos et Eyrolles, Paris, 2009.
- 2- Bismut Claude, « fonds de pension : aspects économiques et financiers », Ed Economica, Paris, 2000.
- 3- BOULIER Jean-François, DUPRE Denis, « gestion financière des fonds de retraite », Ed Economica, Paris, 2002.
- 4- CHARPENTIER François, « les fonds de pension », Ed Economica, Paris, 1999.
- 5- CAPOCCI Daniel, « introduction aux hedge funds », Ed economica, Paris, 2010.
- 6- Grosjean Philippe, « fonds de pension et marchés financiers internationaux », Ed librairie générale de droit et de la jurisprudence, E.J.A, Paris, 2006.
- 7- LAVIGNE Stéphanie, « l'industrie : les fonds de pension, les investisseurs institutionnels américains », Ed l'Harmattan, Paris, 2004.
- 8- LHABITANT François-Serge, « hedge funds, origines, stratégies, performance », Ed dunod, Paris, 2008.
- 9- MONTAGNE Sabine, « les fonds de pension ; entre protection sociale et spéculation financière », Ed Odile Jacob, Paris, 2006.
- 10- Najat EL MEKKAOUI-DE FREITAS, « Fonds de Pension et Marchés Financiers », Ed L'Harmattan, Paris, 1999.

11- Plihon Dominique, Ponsard Jean-Pierre, « la montée en puissance des fonds d'investissement », Ed la documentation française, Paris, 2002.

12- ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel : « les fonds souverains », Ed Economica, Paris, 2011.

13- VEDIE Henri-Louis : « les Fonds Souverains ; une puissance financière insensible aux crises », Ed ESKA, Paris, 2010.

Mémoires et Thèses

1- AMIRI Ramdane, « les fonds souverains dans le contexte de la crise financière (2007-2009) : état des lieux et prospective », Université Mouloud MAMMERI, TIZI OUZOU, 02/02/2013.

2- AOUN Marie-Claire, «la rente pétrolière et le développement économique des pays exportateurs », Université PARIS-DAUPHINE, Mars 2008.

3- BOUCHAKOUR : « Création et gestion des fonds d'investissement, cas : les fonds souverains » Université Mouloud MAMMERI, 2009

4-MOHAND OUALI Radia, « les fonds souverains et la régulation du capitalisme financier », Université Mouloud MAMMERI, TIZI OUZOU, Avril 2012.

5-HAMMI Sofiane, « le rôle des hedge funds dans la genèse et l'exacerbation du risque systémique : le cas de la crise des subprimes », Université de TIZI OUZOU, Mai 2012.

Document de travail (Working papers)

1- Anouar ACHOUR, « les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'occident », école de la guerre économique, Mai 2008.

2-Anouar ACHOUR, COMRTO Hélène, Samuel DESCAMPS, Christophe HAMMOND, Alice LACOYE-MATEUS, « les fonds souverains, conquête de la politique par la finance », école de guerre économique, Décembre 2007.

3- AVENDANO Rolando and SANTISO Javier, “Are sovereign wealth funds’ investments politically biased? A comparison with mutual funds”, OECD development centre.

4- ARTHUIS Jean (sénateur), Rapport d’information fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la nation sur le rôle des fonds souverains, sénat session ordinaire de 2007-2008 numéros 336

5- BLANCHETON Bertrand et Yves Jégourel, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », *Revue de la régulation*, n°5, 1er semestre 2009.

6- BLANCHETON Bertrand, Yves Jégourel, Université de BOURDEAUX, « les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », Cahiers du GRETHA n° 2009-04, France.

7- CHARLETY Patricia « activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension », membre du Conseil Scientifique de la COB, Professeur d’économie à l’ESSEC - Chercheur au CREST, 16 novembre 2000.

8- DEMAROLLE Alain, « les fonds souverains », 22 mai 2008 ; ministre de l’Economie, des Finance et de l’Emploi, lettre de mission, 27 février 2008.

9- DUBRANA Ludovic, « fonds souverains : Chevaliers blancs ou prédateurs ? », juin 2009

10- FOURGOUS Jean-Michel, DASSAULT Olivier, « sortie de crise, capitalisme et fonds souverains », Edition groupe génération entreprise, avril 2009.

11-Fondation prometheus, « mythe et réalité des fonds souverains », février 2009.

12- EL MEKKAOUI Najet « le comportement financier des fonds de pension », in *Revue Economie Internationale*, numéro 70 2^{ème} trimestre, 1997.

13- GARRIGUE Daniel, « les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses », Rapport d’information de l’assemblée nationale pour l’union européenne numéro 963, 17 juin 2008.

- 14- GEOFFRON Patrice, « du usage de la rente : focus sur les fonds souverains », Chaire Economie du Climat, Université PARIS-DAUPHINE, France.
- 15- GILLES Saint-Paul « la gouvernance des fonds souverains et le nationalisme », Toulouse School of Economics, BirkbeckCollege.
- 16- JOHNSON Simon, « la montée en puissance des fonds souverains », *in Revue finances et développement*, septembre 2007.
- 17- JOHNSON Simon, « les fonds souverains et la nouvelle normalité », *in Revue finance et développement*, juin 2010.
- 18- LABIDI Moez, MAZIGH-JAIDANE Lamina, « fonds souverains et stabilité financière internationale, nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance », EAS-Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Mahdia-Université de Monastir-Tunisie.
- 19- MONARCHA Guillaume «Les hedge funds, leurs stratégies, leur avenir » service de la recherche économique NATIXIS, Paris, 2008
- 20- OUNAIES Skander, « les fonds souverains et la mutation des relations financières internationales », Unité de recherche ECOFI, Tunisie.
- 21- RAVIX Guillaume « typologie des hedge fundge », HEC, Paris, avril 2007.
- 22- REISEN Helmut, « comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains », cahier de politique économique n° 38, OCDE 2008.
- 23- SARTRE Thibaut, « les entreprises face aux fonds souverains », Edition INSTITUT DE L'ENTREPRISE, janvier 2011.
- 24-VELCULESCU Delia, «investissement d'Etat, Fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains », Département Europe du FMI, Juillet 2008, bulletin du FMI 111.

25- HEC EURSIA INSTITUTE (2009), « le fonds souverains chinois est de retour », octobre 2009.

26- Magazine du FMI (2008), « fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains », bulletin volume 37 numéro 7, juillet 2008.

27- OCDE (2008), « fonds souverains et politiques des pays d'accueil », rapport du comité de l'investissement, 04 avril 2008.

28- OCDE (2011), « Répartition des actifs des fonds de pension et des fonds de réserve publics », dans Panorama des pensions 2011, les systèmes de retraites dans les pays de l'OCDE 2011 et du G20,

29- Rapport annuel du fonds de réserve pour les retraites (FRR, 2010), « investir aujourd'hui pour les retraites de demain », 2010, Paris.

30-UNI global union (2011), « fonds souverains : questions pour les syndicalistes », septembre 2011, Suisse.

Revues

1-revue d'économie financière « fonds souverains », hors-série 2009.

2- revus problèmes économiques « à l'origine des fonds souverains, les fonds souverains ou la profonde mutation des relations internationales, les fonds souverains, le retour du capitalisme d'Etat », numéro 2.951, l'année 2008.

3-revue banque, « fonds souverains », numéro 699, février 2008

Les sites Web :

www.cairn.info

www.swfinstitute.com

www.sovereignwealthfundsnews.com

www.oecd.org

www.morganstanley.com

Résumé

Les crises financières ne cessent de déstabiliser l'économie mondiale, et particulièrement au cours des cinq dernières décennies. Une étude du Fonds monétaire international (FMI) montre que depuis 1970 près de 125 crises bancaires systémiques ont été répertoriées à l'échelle du globe. La crise des subprimes, qui a commencé aux Etats-Unis en 2007, est la crise la plus destructrice depuis 1929. Cette crise, était très difficile pour les grandes entreprises et les banques occidentales, alors que, elle était très opportune pour les fonds étatiques (les fonds souverains).

Les fonds souverains gèrent des sommes considérables. En 2010, The City UK, organisme indépendant en charge de la promotion de la place de Londres a estimé leurs actifs à 4200 milliards de dollars, le double des encours gérés par les hedge funds (1500 milliards de dollars), néanmoins, ces montants restent loin derrière les investisseurs institutionnels ; les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fonds mutuels et les OPCVM. Les fonds souverains ont joué très un rôle important afin d'amortir les effets néfastes de la crise. Des sommes faramineuses ont été mises à la portée des entreprises et des institutions financières et bancaires souffraient de manque de liquidité. Par exemple, entre 2007 et 2008, le fonds Singapourien à lui tous seul, aurait investis 5 milliards de dollars dans Mirrill lynch, ensuite aurait participé à l'augmentation du capital de la même banque à hauteur de 900 millions. Malgré tous ces efforts, les Etats occidentaux avaient une attitude protectionniste vis-à-vis l'investissement de ces fonds gouvernementaux.

Est-ce que les stratégies des fonds souverains sont différentes de celles des investisseurs institutionnels ? Dans ce mémoire, nous avons étudié les stratégies utilisées par les fonds souverains pour pouvoir les situer par rapport aux investisseurs institutionnels.

Mots clés : les fonds souverains, les investisseurs institutionnels, les fonds de pension, les hedge funds, les stratégies d'investissement des fonds souverains et des fonds institutionnels.

Abstract

Financial crises continue to destabilize the global economy, particularly in the past five decades. A study by the International Monetary Fund (IMF) shows that since 1970 nearly 125 systemic banking crises have been identified across the globe. Subprime crisis, which began in the U.S. in 2007, is the most destructive crisis since 1929. This crisis was very difficult for large companies and Western banks, while it was very timely for state funds (SWFs).

SWFs manage large sums. In 2010, The City UK, an independent body in charge of promoting the London estimated assets 4200 billion, double the assets managed by hedge funds (1500 billion dollars), however, these amounts are behind institutional investors, pension funds, insurance, mutual funds. SWFs have played very important to cushion the adverse effects of the crisis. Huge amounts of money have been brought within the reach of businesses and financial institutions and banks suffered from lack of liquidity. For example, between 2007 and 2008, the Singaporean him every single fund would invest \$ 5 billion in Mirrill lynch then allegedly participated in the capital increase of the same bank to 900 million.

Is that the strategies of sovereign wealth funds are different from those of institutional investors? In this thesis, we studied the strategies used by sovereign funds to relate them to institutional investors.

Keywords: sovereign wealth funds, institutional investors, pension funds, hedge funds, investment strategies.